



המחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בתל אביב - יפו

14 מאי 2012

ת"א 48067-01-11

בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ נ' רשם החברות ואח'

בפני כב' השופטת דניה קרת-מאיר

המבקשת/ "ע.ל.א.ן"

ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד נאור, עוה"ד גרשט, עוה"ד סלומון

המבקשת/ "סגל"

סגל לוי ייזום ונכסים בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד בן מאיר

נגד

המשיבה/ "בזק" או "החברה"

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

ע"י ב"כ עוה"ד רובין, עוה"ד פורת, עוה"ד אבטובי

הרשות

רשות ניירות ערך

ע"י ב"כ עוה"ד ויינבאום

הכנ"ר

כונס הנכסים הרשמי, ת"א

ע"י ב"כ עוה"ד לינקר-מזרחי

הנאמנים למחזיקי אגרות החוב

הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ

הנאמן על אגרות החוב (סדרה 5)

רזניק פז נבו נאמנויות בע"מ

הנאמן על אגרות החוב (סדרות 6 ו-7)

שטראוס לזר חברה לנאמנות (1992) בע"מ

הנאמן על אגרות החוב (סדרה 8)

החלטה

1. בקשת החלוקה המקורית

בינואר 2011 הוגשה על ידי **בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ** (להלן: "**בזק**" או "**החברה**") בקשה לאישור חלוקה על פי סעיף 303 לחוק החברות תשנ"ט – 1999 (להלן: "**חוק החברות**").

בבקשה התבקש בית המשפט לאשר לבזק, בהתאם להחלטת הדירקטוריון והאסיפה הכללית, לחלק לבעלי מניותיה סך כולל של 3 מיליארד ₪, אשר יחולק לבעלי המניות בחברה בשש מנות חצי שנתיות במהלך השנים 2011-2013 (ללא תשלום ריבית והצמדה).

בבקשה נאמר כי כפי שעולה מחוות הדעת הכלכלית של **גיזה זינגר אבן בע"מ** (להלן: "**גיזה**") ומתצהירו של המשנה למנכ"ל ומנכ"ל הכספים הראשי של בזק אשר תמך בבקשה רו"ח **אלן גלמן** (להלן: "**גלמן**"), בזק היא בעלת איתנות פיננסית גבוהה בקנה מידה מקומי ובינלאומי.

החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ (להלן: "**הבורסה**") ברמת סחירות גבוהה ובשווי שוק של כ- 28.5 מיליארד ₪ נכון ליום 24.1.11.

החברה היא בעלת כושר פרעון גבוה אשר משתקף בתוצאות העסקאות המרשימות בשנים האחרונות. החברה נהנית מיציבות בהיקף ההכנסות הניכר שלה ומעליית ברמת הרווחיות באופן המאפשר לחברה לחלק לבעלי המניות את הסכומים המבוקשים.

להמחשת האיתנות הפיננסית של בזק צוינו בין היתר הדברים הבאים:

בזק נהנית בשנים האחרונות ממחזור הכנסות שנתי של למעלה מ- 11 מיליארד ₪.

בזק הציגה בשנים האחרונות באופן עקבי EBITDA של למעלה מ- 4 מיליארד ₪.

בזק הפיקה בשנים האחרונות רווח נקי שנתי מפעילויות נמשכות בשיעור של למעלה מ- 1.5 מיליון ₪ המצוי במגמת עלייה.

בהתחשב בתוצאות בפועל עד ליום 30.9.10 מעריכים המומחים הכלכליים כי הרווח הנקי בשנת 2010 יעלה אף הוא על 2 מיליארד ₪.

עוד נאמר כי בנוסף לנכסים חשבונאיים של החברה, המשתקפים בדוחות הכספיים, מצויים בידי בזק נכסים כלכליים לבר מאזוניים בלתי מוחשיים בעלי שווי כלכלי אדיר, וכן נכסים ששווים הכלכלי גבוה עשרת מונים מערכם המאזני.

עוד נאמר כי איתנותה של בזק ויכולת הפרעון המשובחת שלה, בהנחת ביצוע החלוקה המבוקשת, מתבטאים גם בתחזית תוצאותיה לעתיד לבוא ובתזרימי המזומנים הצפויים. לצורך כך כללו המומחים הכלכליים בחוות הדעת שלוש

תחזיות ביחס לתוצאות בזק ותזרימי המזומנים העתידיים תוך התייחסות מפורטת לשנים

2011-2015: תרחיש ריאלי, תרחיש שמרני ותרחיש קיצון. בכל אחד ממצבים אלה נאמר כי לחברה כושר פרעון עתידי גם לאחר ביצוע החלוקה המבוקשת.

עוד ציינו המומחים, כי אף לאחר ביצוע החלוקה לא יהיה צפוי לחברה קושי להמשיך במדיניות הנוכחית ולחלק באופן שוטף כדיבידנד את הרווחים הראויים לחלוקה ללא פגיעה בעמידותה במבחן יכולת הפרעון.

זאת באמצעות מחזור הלוואות עיתי אשר המומחים אינם צופים קושי לבצעו ללא הרעה משמעותי בתנאי השוק.

הבנקים הממנים של החברה נתנו את ברכתם והסכמתם לחלוקה המבוקשת, למרות שאינם נושים מובטחים.

חברות הדירוג S&p מעלות ומדרוג צפויות להותיר, להערכת החברה, את דירוג איגרות החוב בקבוצת AA, כאשר ככל הנראה דרוגה של החברה צפוי להישאר כפי הדירוג הנוכחי או לכל היותר לרדת בשלב אחד בסולם הדירוג.

הדירקטוריון החליט פה אחד להמליץ בפני האסיפה הכללית לאשר את ביצוע החלוקה.

האסיפה הכללית החליטה ברוב מכריע של 99.98% לאשר את החלוקה המבוקשת. הדוחות הכספיים בהקשרה של בקשה זו הם דוחות כספיים סקורים ליום 30.9.10 אשר צורפו לבקשה.

במסגרת הבקשה פורט בהרחבה האמור בחוות הדעת של גיזה אשר צורפה לבקשה.

ביום 20.2.11 מסרה בזק הודעת עדכון בה נאמר כי החברה פרסמה ביום 26.1.11 הודעה בדבר הגשת הבקשה ובדבר אפשרות נושי החברה להתנגד לה. כמו כן, נשלחו הודעות לנושים המהותיים.

החברה פרסמה גם במגנ"א דיווח מיידי אודות הגשת הבקשה אליה צורפה הבקשה במלואה וכן חוות הדעת של גיזה.

ביום 6.2.11 פרסמה החברה במגנ"א דיווח מיידי נוסף, לפיו התקבלה הודעת חברת S&P אשר אישרה והותירה על כנו את דירוגה הנוכחי של החברה ושל סדרות אגרות החוב שלה (AA+), הוציאה את החברה וסדרת האג"ח מרשימת מעקב עם השלכות שליליות בה היה נתון הדירוג בעת הגשת הבקשה, וקבעה את אופק הדירוג של החברה כשלילי המשקף את האפשרות להורדת שלב אחד בדירוג החברה לדירוג AA.

עוד נאמר באותה הודעה כי ביום 17.2.11, בהמשך לדיון עם רשות ניירות ערך, פרסמה החברה דיווח מיידי נוסף הכולל הבהרות והדגשים ביחס לחוות דעת גיזה. באותו דיווח נאמר כי גיזה הניחה במסגרת חוות הדעת גיוס חוב בהיקף של שלושה מיליארד ₪, אשר יגוייס בחלקים שווים בין השנים 2011-2013, ויפרע לאחר שנת 2015.

החברה הבהירה כי היא בוחנת אפשרויות שונות לגיוס חוב למימון צרכי תזרים המזומנים שלה בעת הקרובה, לרבות לצורך ביצוע התשלום הראשון של החלוקה. בכלל זה נערכת החברה לאפשרות הנפקת ניירות ערך או קבלת מימון בנקאי או חוץ בנקאי אחר.

ביום 28.2.11 נמסרה הודעה בדבר העדר התנגדויות לאחר הפרסום. בהתאם להחלטת בית משפט, אשר ביקשה את תגובת הרשות לבקשה, הוגשה תגובת רשות ניירות ערך.

בתגובה נאמר כי קיום מבחן יכולת הפרעון מסור לשיקול דעת בית משפט ואינו מצוי בין תפקידיה הרבים של רשות ניירות ערך.

הודגש כי תפקידה של רשות ניירות ערך על פי הדין הוא לוודא כי בפני ציבור המשקיעים יעמוד מלוא המידע הרלוונטי לצורך קבלת החלטה מושכלת.

סגל הרשות בחן את דיווחי בזק לעניין חלוקת הדיבידנד נשוא הבקשה.

בהקשר זה התקיימו מספר דיונים בין נציגי הרשות לבין נציגי החברה.

עוד נאמר בתגובה, כי הסתמכות הדירקטוריון על חוות דעת כלכלית במסגרת החלטה לחלק דיבידנד - אינה גורעת מאחריותו על פי דין לוודא כי החלוקה מקיימת את התנאים והמבחנים הקבועים בחוק החברות.

לעמדת הרשות, על הדירקטוריון לבחון באופן עצמאי את ההמלצות המפורטות בחוות הדעת ואת המתודולוגיה העומדת בבסיסם.

הובהר כי נותני חוות הדעת הכלכלית אשר צורפה לדיווחי החברה נושאים באחריות לפי חוק ניירות ערך לנזק שנגרם מחמת שהיה פרט מטעה בחוות הדעת.

דרישת סגל הרשות לפרסם את פניית החברה ולפרסם הבהרות בקשר אליה, בוצעו על מנת ליתן למחזיקי ניירות ערך, ובכללם מחזיקי תעודות התחייבות שלה, מידע מספק לצורך בחינת השפעת חלוקת הדיבידנד על מצבה הכספי של החברה וכדי להעריך את עמידתה במבחן יכולת הפרעון.

על בסיס מידע זה יכולים כלל המשקיעים להחליט אם לממש את זכותם לפנות לבית המשפט ולהתנגד לביצוע החלוקה.

התקיים דיון במעמד הצדדים אליו התייצב גם ב"כ רשות ניירות ערך.

בהחלטה מיום 31.3.11 אושרה החלוקה על יסוד האמור בבקשה ובחוות הדעת, עמדת נושי החברה המהותיים, הסכמת העובדים, הודעת רשות ניירות ערך כי נמסר כל המידע הרלוונטי והעדר התנגדויות כלשהן לביצוע החלוקה.

2. ההליכים הקודמים בין הצדדים

ביולי 2011 הגישה סגל לוי ייזום ונכסים בע"מ (להלן: "סגל") בקשה להורות לבזק להגיש חוות דעת מעודכנת ביחס לבקשה לאישור חלוקה, להורות על פרסום חוות הדעת תוך קביעת מועדים להגשת תגובות, לרבות הגשת התנגדויות. בבקשה נאמר כי סגל מחזיקה באגרות חוב (סדרה 5) של בזק. בבקשה צוין כי נכון ליום הגשת הבקשה שילמה בזק רק תשלום אחד מתוך החלוקה, בסך של 500 מיליון ₪, ביום 19.5.11. נטען כי רק לאחרונה אירעו שני אירועים אשר מחייבים לדעת סגל עריכת חוות דעת מחודשת, לאור שינוי הנחות היסוד אשר עמדו בבסיס חוות הדעת של גיזה ושל בקשת בזק אשר שימשו יסוד ובסיס לאישור החלוקה. ביום 29.6.11 פרסמה בזק הודעה על תוצאות מכרז לגיוס חוב. בהתאם לאותה הודעה בכוונת בזק לגייס, תוך שינוי כוונתה המקורית, חוב בסך 3 מיליארד ₪ אשר חלקו ישמש, לפי הודעת בזק עצמה, לביצוע החלוקה. מתברר אם כן, כי בניגוד להנחת היסוד אשר הודגשה על ידי בזק במסמך העדכון לפיה תגייס בזק חוב בהיקף של שלושה מיליארד ₪ בין השנים 2011-2013, מגייסת בזק את כל הסכום בבת אחת כעת. מדובר בסטייה שאינה קלת ערך אלא מהותית מהנחות היסוד אשר עמדו בבסיס חוות הדעת של גיזה. האירוע השני הוא הודעת מדרוג על הדרוג שהיא עומדת לתת לגיוס החוב של בזק בסך 3 מיליארד ₪. מדובר בדירוג של AA1 עם אופק שלילי. טרם גיוס החוב היה הדירוג באותה רמה אך ברשימת מעקב ואילו קודם לבקשת החלוקה - היה הדירוג של אגרות החוב באותה רמה אך עם אופק יציב. סגל הדגישה כי אין היא טוענת במסגרת הבקשה נגד אישור החלוקה שניתן ואין היא טוענת שלא ראוי להמשיך ולבצע את החלוקה.

כל שטוענת סגל הוא שמדובר בשינוי נסיבות משמעותי אשר מתרחש במצב בו טרם בוצעה עיקר החלוקה. לכן, ראוי להורות לבזק להגיש חוות דעת מעודכנת לעניין המשך ביצוע החלוקה.

על בית המשפט לבחון את מצבה של החברה תוך הבאה בחשבון של נושיה וציבור המשקיעים בה, וכי בחינת מצבה של החברה אמור להסתמך על ממדדים כלכליים ועסקיים לגבי מצב החברה.

נאמר בבקשה כי אין ספק ואין חולק כי כך נעשה כאשר אישר בית המשפט את החלוקה נשוא הבקשה.

אולם, מדובר במקרה יוצא דופן שכן החלוקה אמורה להתבצע לשיעורין במשך שלוש שנים. מתברר כבר עתה כי חל שינוי לפחות בשתי הנחות יסוד אשר עמדו בבסיס חוות הדעת של גיזה מטעם בזק.

לא מדובר במעשה עשוי ולכן גם אישורו של בית המשפט לחלוקה איננו פוטר את מנהלי החברה מאחריות לתוצאות העלולות לנבוע מאותה חלוקה, אם יתברר למשל בעתיד כי הנחות היסוד אשר עמדו בבסיס ההחלטה הוכחו כשגויות.

נטען כי נוכח מהותו של סעיף 303 קיימת לבית משפט סמכות, גם לאחר האישור כאשר מדובר בחלוקה המשתרעת על פני תקופה ארוכה, לשוב ולבחון מחדש את האישור כפוף כמובן לשינוי נסיבות המצדיק בחינה מחודשת. במקרה הנוכחי מדובר בשינוי נסיבות המצדיק בחינה מחודשת של יכולת הפרעון.

בתגובתה של בזק נאמר, בין היתר, כי יש לדחות את הבקשה על הסף מחמת היות החלוקה מעשה עשוי וכן בגין העובדה שלא צורף לבקשה תצהיר. עוד נאמר כי המבקשת לא טרחה לפרט מהו שיעור אחזקותיה באגרות החוב של בזק ואת מועד רכישתן.

החלוקה בוצעה ויושמה בפועל על דרך הפחתת מלוא סכום החלוקה בדוחותיה הכספיים של החברה ליום 31.3.11.

לגופו של דבר נאמר כי אין כל שינוי נסיבות מהותי לרעה, למרות הטענות הבלתי מדויקות של סגל אשר אינן מגובות בתצהיר.

באשר לגיוס החוב אשר בוצע על ידי בזק ביוני 2011, באמצעות הנפקת שלוש סדרות נוספות, הובהר כי החברה פעלה ופועלת מעת לעת לגיוס מקורות לצורכי תזרים כוללים שלה, לרבות אך לא רק לשם תשלומי החלוקה.

החברה הבהירה במסגרת הדיווח המידי אשר פרסמה ביום 17.2.11, שצורך להודעת העדכון שהגישה בזק לבית המשפט, כי היא "בוחנת אפשרויות שונות לגיוס חוב... לרבות לצורך ביצוע התשלום הראשון של החלוקה."

ברור אם כן כי החברה לא התחייבה לא לבצע גיוסים נוספים מלבד הגיוסים אשר ידרשו לצורך ביצוע החלוקה. הדבר אף משתקף ביתרות החוב הפיננסי של החברה כפי שדווחו לציבור.

לכן, עמדה בפני בית משפט במסגרת ההליך אפשרות ביצוע גיוסים נוספים. כך פעלה החברה כאשר הנפיקה ביוני 2011 אגרות חוב בסך של 2.7 מיליארד ₪.

פירושה של סגל כי גיוס זה מהווה בהכרח הקדמת מלוא הגיוס שתוכנן דווקא לשם ביצוע החלוקה לאורך כל שנות הביצוע - אינה אלא מסקנתה שלה.

הגיוס אשר בוצע איננו מנוגד להבהרות שמסרה החברה ואין בו גם פגיעה בחברה או באיתנותה.

שיעורי הריבית של הגיוס נוחים יותר מהריבית אשר הונחה על ידי גיזה בחוות הדעת.

באשר לדרוג - נאמר כי אין כל חידוש באשר לדרוג אג"ח של החברה ולאופק הדרוג אשר הזכירה סגל.

בעמדתה של רשות ניירות ערך לבקשה זו הבהירה הרשות את עמדתה העקרונית, על פיה כל עוד לא שולם דיבידנד בפועל - הרי שאם אירע שינוי מהותי במצבה של החברה במועד חלוקת הדיבידנד באופן שתשלומו יבוצע כאשר קיים חשש ממשי לחדלות פרעון, אין לראות באישור שניתן בעבר בידי בית המשפט כגורע מהיות החלוקה אסורה או מאחריות הדירקטורים לחלוקה האסורה.

בתשובה לעמדה זו חזרה וטענה בזק כי מדובר במעשה עשוי וכי חלוקה אשר אושרה והוכרזה, הופכת לחוב כלפי בעלי המניות לכל דבר ועניין.

עוד טענה בזק כי אין להשוות בין דיני חלוקה לבין דיני נשייה ודיני חדלות פרעון, וכי

אין טעם וישימות בבחינה חוזרת ונשנית של מבחן הרווח ומבחן יכולת הפרעון.

ציינתי נושא זה בקצרה שכן אתייחס אליו בהרחבה בהמשך.

באוגוסט 2011 הגישה **ע.ל.א.ן מרחצאות בע"מ** (להלן: "**ע.ל.א.ן**") בקשה לצרף

אותה להליך כבעלת דין נוספת לצד סגל ולפרסם את קיומו של ההליך לרבות את

עמדת רשות ניירות ערך אשר צויינה לעיל.

בבקשה זו נאמר כי **ע.ל.א.ן** מחזיקה באגרות חוב (סדרה 5) של בזק.

ע.ל.א.ן ציינה כי היא מעוניינת להביע את עמדתה, לפיה אין לאפשר לבזק להמשיך

ולבצע חלוקה אסורה של דיבידנד שאינה מקיימת את מבחן הרווח ואת מבחן

יכולת הפרעון במועד החלוקה.

בבקשה נאמר כי בזק ממשיכה לגייס חובות מהבנקים בסך של כ- 2 מיליארד ₪ ואף הנפיקה אגרות חוב לציבור בסך של כ- 2.7 מיליארד ₪. נכון ליום 30.6.11 חייבת החברה כ- 8.2 מיליארד ש"ח בהלוואות לזמן ארוך וכ- 600 מיליון ₪ בהלוואות לזמן קצר.

לעובדות אלה מצטרפים קולות השוק השונים, תוך הפנייה להודעת חברת מדרוג, כי אם לא תאומץ מדיניות דיבידנד שמרנית ומצומצמת ואם לא יחול שינוי ביחס היקף החוב אל מול כיסויו, אופק סדרת האג"ח הוא שלילי.

ע.ל.א.ן היפנתה לנאמר על ידי בזק בדוחות הכספיים שלה בדבר גורמי סיכון משמעותיים אשר עלולים, בסבירות אמיתית, לפגוע ברווחיותה.

בבקשה התייחסה ע.ל.א.ן לבעייתיות הקיימת בחוות הדעת של גיזה.

נאמר כי אין בכוונתה להטיל דופי אישי במומחה, אולם חוות הדעת מלמדת על ניגוד עניינים מובנה בו מצוי המומחה מטעם גיזה מכח הנסיבות.

נטען כי בעל השליטה מבקש להעמיס חובות והוצאות מימון על בזק, כדי להחזיר חובות בגין רכישת בזק.

ככל שחולף הזמן הולך וגובר החשש שאותה איתנות בה מתפארת בזק, לא תעמוד במבחן המציאות.

ע.ל.א.ן ציינה את הנסיבות אשר התרחשו בחצי השנה לפני הגשת הבקשה, המחייבות לטענתה לבחון מחדש את ההחלטה של בזק לבצע חלוקה אסורה:

- הדוחות הכספיים מצביעים על נתונים חשבונאיים תנודתיים המצביעים על מבנה הון בעייתי, המבוסס על שערך מוניטין בהיקף של מיליארדי שקלים.
- גורמי סיכון ושינויים רגולטורים המצמצמים את רווחיות החברה.
- משברים ואי יציבות בשווקים הפיננסיים.
- הלוואות בהיקף של כ- 4.7 מיליארד ₪ אשר מעמיסות סיכונים והתחייבות כספיות בהיקפים גבוהים.
- הוצאות מימון בהיקף של מאות מיליוני שקלים מידי שנה.
- ההלוואה פוגעת בגמישות העסקית של החברה.
- שיקולי מדיניות ציבורית.
- שורה של בעלי מקצוע המביעים ביקורת נוכח הפגיעה בהון של בזק בתקופה מעין זו.

גורמים אלה פורטו בהרחבה במסגרת הבקשה.

נאמר כי הרציונאל המונח בבסיס סעיף 303 לא נועד לחלץ בעל שליטה, אשר בחר להשתלט על חברת מטרה במינוף אישי אדיר וחסר תקדים, באמצעות מקורותיה או מינופה עד הקצה של אותה חברה מטרה.

גם לבקשה זו לא צורפו תצהיר או חוות דעת כלשהי.

בזק הגישה בקשה למחיקת הבקשה על הסף ואף הבהירה כי יש לדחות את הבקשה לגופה, שכן אין בדוחות הכספיים של בזק לחציון הראשון של שנת 2011 משום שינוי נסיבות מהותי לרעה.

בבקשה להוספת עילות נוספות לבקשה לסילוק על הסף, נאמר כי התברר כי אגרות החוב בהם מחזיקה ע.ל.א.ן נרכשו על ידה ביום 4.8.11 – אחרי אישורו של בית המשפט את החלוקה, אחרי בקשת סגל ולאחר תגובתה של בזק לבקשת סגל.

בדיון במעמד הצדדים אשר התקיים ביום 19.9.11 – קיבלו הצדדים את עמדת בית משפט, על פיה אין באישור בית המשפט לחלוקה על פי סעיף 303 לחוק החברות כדי לגרוע מחובות הדירקטורים ונושאי המשרה המוטלות עליהם על פי דין. כמו כן, הובהר כי על הדירקטורים ונושאי המשרה בבזק לקחת בחשבון כל נתון רלוונטי ולעשות במידת הצורך כל פעולה של התייעצות. להסכמה זו ניתן תוקף של החלטה ולאורה התייטר הצורך לדון בסוגיות הנוספות אשר הועלו במסגרת הבקשות.

באותה החלטה אף נקבע על ידי כי אין מניעה שנושה יהיה רשאי לפנות בכל עת לבית משפט על פי הוראות סעיף 303 לחוק החברות, גם לאחר אישור חלוקה כדי לטעון כנגד ביצוע תשלום כלשהו, אם יש בידו להצביע על שינוי מהותי לרעה ביכולת הפרעון של החברה.

3. התנגדות ע.ל.א.ן וסגל לביצוע החלוקה – נושא ההחלטה הנוכחית

ביום 5.3.2012 הודיעו ע.ל.א.ן וסגל כי הן מתנגדות לחלוקת הדיבידנד הקרובה של החברה העומדת להתבצע במאי 2012 אשר אינה מקיימת את מבחני הרווח. עוד נאמר כי במסגרת ההתנגדויות אשר מתכוונות המבקשות להגיש, בכוונתן להציג בפני בית המשפט כי המשך ביצוע החלוקה האסורה במתכונתה הנוכחית, עלול לפגוע קשות ביכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה וכי החברה אינה מקיימת את מבחן יכולת הפרעון.

נאמר כי המבקשות החליטו להגיש במשותף את הבקשה לקביעת מועד דיון בו תידונה ההתנגדויות.

ההתנגדויות עצמן הוגשו על ידי המבקשות בנפרד.

ביום 1.4.12 הגישה ע.ל.א.ן בקשה להורות כי על בזק להימנע מהמשך ביצוע חלוקה אסורה שאינה מקיימת את מבחני החלוקה החשבונאיים, ולקיים דיון במעמד הצדדים בטרם יחול המועד לביצוע חלוקת המנה הבאה – 21.5.12. התנגדות זו נפתחה בהפניה לדין וחשבון אשר הוגש על ידי נגיד בנק ישראל לממשלת ישראל ביום 28.3.12, בו נאמר, בין היתר כי "הדפוס המשותף לחברות הגדולות שנכנסו להסדר חוב הוא שילוב של רמות מינוף גבוהות ושחיקת יתרת המזומנים והרווחים שלהן באמצעות משיכת דיבידנדים גבוהים במהלך התקופה שלפני הכניסה להסדר..."

יש לציין כי הפניה זו נעשתה גם על ידי סגל בהתנגדות אשר הוגשה על ידה. עוד נאמר בבקשה, כי חרף נסיבות חמורות המשפיעות לרעה וצפויות להמשיך ולהשפיע על תוצאותיה העיסקיות של החברה, חדל הדירקטוריון מלקיים את חובתו הבסיסית כלפי ציבור נושיו והוא ממשיך במדיניות חלוקת דיבידנדים קיצונית ומסוכנת, במסגרתה מופחת ההון העצמי של החברה ואף מחולקים 100% מהרווחים החשבונאיים של החברה.

נאמר כי הנעשה בחברה הוא מהחמורים ביותר אי פעם ביחס לחברה ציבורית בישראל והוא מבוסס על שני עיקריים:

- חלוקת דיבידנד בהיקף של כ- 10 מיליארד ₪ בתקופה של כשנתיים מאז רכישת השליטה בבזק על ידי בעל השליטה מר שאול אלוביץ.
- נטילת הלוואות בהיקפי ענק בסכום מצטבר של כ- 6.9 מיליארד ₪, לצורך מימון חלוקת הדיבידנד ולאור חסרון הכיס שנוצר בתזרים החברה.

נאמר כי תהליך זה של חלוקה אגרסיבית של דיבידנדים, שחלקם אינם מבוססים על רווחים חשבונאיים, לצד העמסת חובות אדירה הביאה להפחתת ההון העצמי של החברה מסך של 7.2 מיליארד ₪ נכון ליום 31.3.10 לסך של 2.68 מיליארד ₪ נכון ליום 31.12.11 - עוד לפני ביצוע חלוקת הדיבידנד השוטף בסך של 1.074 מיליארד ₪ אשר יבוצע ביום 21.5.11.

מדיניות חלוקת דיבידנד נעשית חרף הרעת ממשית בתוצאות העסקיות של החברה, ושורה של אירועים רגולטורים אשר עלולים להמשיך ולפגוע בהכנסות החברה בשנים הקרובות.

נאמר כי במסגרת הבקשה לאישור החלוקה אשר הגישה החברה הוסתר המניע האמיתי לבקשה – הלוואות העתק אשר נטל בעל השליטה למימון רכישת השליטה.

עוד נאמר כי הבקשה נתמכה בחוות דעת של מעריך שווי הקשור בקשר גורדי לבעל השליטה בחברה, כפי שנאמר בבקשה הקודמת.

הסתבר כי אותו מומחה הכין עבור בעל השליטה תחזיות שונות אשר הוצגו לגופים שמימנו את עיסקת הרכש.

מדובר במומחה אשר תלוי בחברה ובעל השליטה בה.

בזק נמנעה מלציין בפני בית המשפט את קיומה של מדיניות חלוקת דיבידנדים חריגה בשיעור של 100%.

מאז הסכם הרכישה חילקה החברה דיבידנדים בסך מצטבר של כ- 6.8 מיליארד ₪.

בזק אף נמנעה מלציין כי מדיניות של חלוקת הדיבידנד של 100% מרווחיה החשבוניים בצירוף החלוקה האסורה, מביאים אותה ליטול הלוואות ענק.

עוד נאמר כי הוסתר קיומם של ניגודי אינטרסים של חברי הדירקטוריון.

ע.ל.א.ן ציינה כי פנתה לנאמנים מטעם מחזיקי אגרות החוב .

במסגרת הבקשה הוצגו הנסיבות המעלות חשש על פיו המשך ביצוע החלוקה עלול לפגוע ביכולת החברה לפרוע את התחייבויותיה בעתיד: מרכיב המוניטין בהון העצמי של החברה; רכוש קבוע של החברה; ירידה בהכנסות החברה; הגדלת התחייבויות; ירידה דרמתית בהון העצמי של בזק; ירידה בשווי החברה בהתאם למחיר ניירות הערך של החברה בבורסה; עליית תחרות עסקית בפעילות החברה והחברות הבנות וכן שינויים רגולטורים הנוגעים לפעילות החברה.

ביום 4.4.12 הוגשה התנגדות סגל להמשך ביצוע חלוקת הדיבידנד, אשר אינה מקיימת את מבחן הרווח.

בית המשפט התבקש שלא לאשר לחלק סכום של 0.5 מיליארד ₪ במאי 2012 ולקבוע כי על בזק להגיש בקשה מחודשת לאישור חלוקה, ביחס לכל יתרת הסכומים שהיא מבקשת לחלק.

בבקשה נאמר כי סגל מבקשת להסתמך על האמור בהתנגדות ע.ל.א.ן, לרבות נספחיה.

עוד נאמר בבקשה כי בשנת 2010, כאשר רכש בעל השליטה הנוכחי את בזק, עמד הונה העצמאי של בזק על סך של 7 מיליארד ₪. מאז נשחק ההון העצמי באופן קיצוני עד שהוא עומד היום, אם תאושר החלוקה, על סך של 2 מיליארד ₪ בלבד.

מנגד, ממועד רכישת השליטה בבזק נלקחו הלוואות בסכומים עצומים של כ- 7 מיליארד ₪, אשר חלקן מיועדות למטרת חלוקת דיבידנד שאינה מקיימת את מבחן

הרווח. השינויים המהותיים ממשיכים להתרחש גם מאז אישור החלוקה המקורי בתחילת שנת 2011.

בסעיף 6 לבקשה נאמר כי כפי שמציגה ע.ל.א.ן בהתנגדותה וכפי שמבהיר המומחה התומך את ההתנגדויות בתיק, הרי שבכל הפרמטרים הרלוונטיים למצבה העסקי והפיננסי של בזק – חלה ירידה משמעותית בין מצב החברה נכון לסוף שנת 2010 על בסיסה ביקשה לאשר את החלוקה - לבין מצבה בסוף שנת 2011.

עוד נאמר כי חוות הדעת אשר הוגשה על ידי בזק עם הגשת הבקשה המקורית לביצוע החלוקה, אינה תואמת את המציאות העסקית כיום ואינה רלוונטית עוד.

בבקשה הוקדש פרק שלם לפרשנות סעיף 303 לחוק החברות.

בסופו של אותו פרק נאמר כי על בית המשפט לשאול את עצמו, לעניין מבחן יכולת הפרעון, האם יש בחלוקה כדי להשפיע לרעה על מצבה העסקי של החברה ועל היכולת העתידית להשיא את רווחיה. בהתאם למבחן זה על בית המשפט לקבוע כי בזק אינה מקיימת את מבחן יכולת הפרעון ולכן ראוי כי בית משפט יאסור וימנע את המשך החלוקה.

עוד נאמר כי גם אם ייקבע בית המשפט כי קיים לבזק כושר פרעון במובן החשבונאי, אין לאשר את המשך החלוקה מכח עקרון ההגינות, תום הלב וחובת האמון אשר אמורים לחול על מנהלי החברה, אף אם פעולות אלה אושרו על ידי האסיפה הכללית.

במקרה הנוכחי מופרות חובות אלה הן כלפי החברה, הן כלפי הנושים והן כלפי הציבור הרחב.

הגדלת המינוף של בזק אינה משרתת את טובת החברה והיא מנוגדת לאופן פעולה סביר של מנהלי החברה.

להתנגדות צורפה חוות דעת כלכלית של ד"ר מאיר אמיר.

בתגובת בזק להתנגדות ע.ל.א.ן נאמר כי יש למחוק את ההתנגדות על הסף בהעדר חוות דעת כלכלית ובהעדר תצהיר.

עוד נאמר כי ההתנגדות רצופה בהטעיות, סילופים, ציטוטים חלקיים ומגמתיים.

כמו כן נאמר כי מדובר במעשה עשוי המהווה טעם נוסף לסילוק הבקשה על הסף.

בתגובה נאמר כי יכולת הפרעון של בזק ואיתנותה הפיננסית שרירים וקיימים, ואין כל שינוי מהותי לרעה ביכולת הפרעון שלה.

באשר להתנגדות סגל – נאמר כי יש לסלק את ההתנגדות על הסף שכן היא נסמכת על התנגדות ע.ל.א.ן, שאף דינה לסילוק על הסף כאמור לעיל.

גם התנגדות סגל איננה נתמכת בתצהיר.

בזק חזרה על טענותיה בעניין איתנותה של בזק וכושר פירעונה המוצק כפי הועלו על ידה בתגובתה להתנגדות ע.ל.א.ן.

בזק מנתה פגמים רבים בחוות הדעת הכלכלית של ד"ר אמיר. במיוחד הדגישה כי חוות דעת זו שותקת ביחס לעמידת בזק במבחן יכולת הפרעון ובוודאי שאין היא קובעת שבזק איננה עומדת במבחן זה.

כמו כן, נאמר שאין ממש בתזות המשפטיות החדשניות והשגויות של סגל בעניין פרשנות הוראות סעיף 303 לחוק החברות וביחס לתכלית החברה.

נאמר כי יש לדחות את טענות סגל בדבר חוסר ההגינות ותום הלב כביכול בביצוע החלוקה.

בתשובה לתגובת בזק נאמר על ידי סגל, בין היתר, כי אין מקום להסתמכות בזק על חוות דעת גיזה וכי גיזה היתה ועדיין שרויה בניגוד עניינים גמור, וכי חוות הדעת היא למעשה תחזית עתידית שאולי תתקיים ואולי לא.

לעומת זאת, חוות הדעת מטעם סגל היא חוות דעת מקצועית לעילא ולעילא של מומחה אובייקטיבי.

בתשובת ע.ל.א.ן חזרה והועלתה הטענה כי תכלית ביצוע החלוקה היא רצון להטיב עם בעל השליטה הממונף; כי קיימים סיכונים עתידיים לחברה; כי קיים סיכון תזרימי וסיכון מאזני.

עוד הוצגו כשלים בניסיונה של החברה להסתמך על חוות דעתה של גיזה. נטען כי בזק מתעלמת מדברי חברת מעלות בדבר הסיכונים הצפויים לבזק; כי בזק נותנת פרשנות מטעה ומניפולטיבית לעמדת הנאמנים לאגרות החוב, וכי בזק לא חלקה על ניגוד העניינים של חברי הדירקטוריון.

4. דיון והחלטה

א. הוראות סעיף 303 לחוק החברות

- מועד קיומו של מבחן יכולת הפרעון

סעיף 301 לחוק החברות קובע הוראה קוגנטית בעניין הסדרי חלוקת דיבידנד הקבועים בחוק.

הסעיף קובע כלהלן:

“(א) חברה רשאית לבצע חלוקה לפי הוראות פרק זה בלבד; ואולם חברה רשאית להתחייב בתקנונה או בחוזה שלא לבצע חלוקה במגבלות נוספות על הוראות פרק זה.

(ב) חלוקה בניגוד להוראות פרק זה היא חלוקה אסורה.”

סעיף 302 לחוק החברות קובע מה היא חלוקה מותרת תוך ציון מבחן הרווח ומבחן יכולת הפרעון.

סעיף 302 (א) מגדיר את מבחן יכולת הפרעון "ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן (להלן – "מבחן יכולת הפרעון")".

הסעיף מגדיר מה הם רווחים לעניין חלוקה מותרת.

אף הוראות סעיף 303, המתייחס לחלוקה באישור בית משפט, מתייחסות למבחן הרווח ולמבחן יכולת הפרעון.

סעיף 303 (א) קובע להלן:

"בית המשפט רשאי, לבקשת חברה, לאשר לה לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שמתקיים מבחן יכולת הפרעון".

המונח "חלוקה" מוגדר בסעיף 1 לחוק החברות "מתן דיבידנד או התחייבות לתיתו..."

הגדרות אלה מביאות אכן למסקנה, כפי שציינה רשות ניירות ערך בתגובתה לבקשה הראשונה של סגל, כי חלוקה היא מותרת אם בנוסף למבחן הרווח - לא קיים חשש סביר שמתן הדיבידנד או התחייבות לתת דיבידנד יימנעו מהחברה לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומם.

כלומר, מבחן יכולת הפרעון, הן לעניין חלוקה מותרת והן לעניין חלוקה אשר לא מקיימת את מבחן הרווח באישור בית משפט - צריך להתקיים הן במועד ההתחייבות למתן הדיבידנד והן במועד מתן הדיבידנד עצמו.

- מועד בחינתו של מבחן יכולת הפרעון

במסגרת תגובת הרשות בהליך הקודם, נאמר כי משנקבע שיש לקיים את מבחן יכולת הפרעון גם במועד החלוקה בפועל, עולה שאלה נוספת ולכאורה נפרדת והיא האם במועד מתן הדיבידנד בפועל - על דירקטוריון ובנסיבות מתאימות על בית משפט, לבחון מחדש את קיומו של מבחן יכולת הפרעון.

לעניין זה התייחסה בזק בתשובתה לתגובת רשות ניירות ערך, בפרקים הנושאים את הכותרת "מועד בחינת מבחני החלוקה בחלוקת דיבידנד רגיל" ו"מועד בחינת יכולת הפרעון בחלוקה באישור בית המשפט".

בזק טענה כי כאשר מתכנס דירקטוריון החברה על מנת להחליט אם לחלק דיבידנד "רגיל" העומד בשני המבחנים המצטברים - מבחן הרווח ומבחן יכולת הפרעון - הוא בוחן את עמידתה של החברה במבחנים אלה ומשנחה דעתו הוא מחליט על

חלוקת דיבידנד. לכן, המועד הרלוונטי לבחינת שני התנאים הוא המועד בו מתכנס הדירקטוריון ויושב על מדוכת הכרזת הדיבידנד.

הדירקטוריון רשאי להסתמך על הדוח הכספי האחרון של החברה, המתייחס לתאריך מאזן החברה אשר חל בחצי השנה האחרונה ולבחון את התקיימות המבחנים לעיל. ייתכן שהדירקטוריון יחליט כי הדיבידנד הרגיל ישולם בעוד מספר שבועות או חודשים.

אין הדירקטוריון מתכנס בשנית כדי לדון פעם נוספת במועד ביצוע התשלום. אין זו דרכו של עולם וזו גם איננה נורמה מחייבת.

עוד נאמר כי באשר למונח "חלוקה", הדעת נותנת כי כוונת החוק היתה למנוע מצב בו תיטול החברה התחייבות מקדמית ליתן דיבידנד - והיה מי שיסבור כי היות שהדיבידנד טרם חולק לא חלות עדיין המגבלות של דיני החלוקה.

בזק טענה כי הקוהרנטיות מצדיקה שהמועד הרלוונטי לבחינת התקיימות תנאי חלוקה באישור בית משפט יהיה גם הוא, כמו בדיבידנד "רגיל", יום ההכרזה ואישור בית המשפט.

נאמר כי אם תתקבל פרשנות הרשות הרי שכל תאגיד יצטרך להגיש למעשה שתי בקשות: בקשה לאישור ההחלטה לביצוע החלוקה ובקשה שנייה שהיא בקשה לתשלום בפועל.

אין זה סביר כי תאגיד יידרש לנקוט פעמיים בכל הפרוצדורות הקבועות בתקנות החברות - הן שעה שהוכרז על החלוקה והן שעה שיגיע עת ביצועה בפועל.

העמדה העקרונית כי המחוקק לא התכוון לכך שיתבצעו הליכים כפולים, כמתואר בתשובתה של בזק, הינה אכן עמדה סבירה.

אולם, עמדה זו סבירה כאשר מדובר במתן דיבידנד בסמוך למועד ההתחייבות. במקרה כזה לא תתעורר בדרך כלל בעייתיות כלשהי, אלא אם קרה אירוע יוצא דופן אשר יביא באופן מיידי לפגיעה ביכולת הפרעון של החברה.

לא כך המצב כאשר פער הזמנים בין מועד ההכרזה לבין מועד החלוקה בפועל הוא משמעותי, כמו במקרה הנוכחי בו ניתן אישור בית משפט לבקשת חלוקה בשש מנות חצי שנתיות, במהלך השנים 2011-2013.

בסיטואציה מעין זו עולה אכן השאלה בעניין הבחינה מחדש של מבחן יכולת הפרעון.

רשות ניירות ערך סברה שלא קיימת חובה להכריע בשאלה זו, שכן חל בעניין כלל האחריות במובחן מכלל הקניין, ולכן התוצאה של החלוקה האסורה היא שתגזור את אופי פעולת האורגנים.

להבחנה בין כלל אחריות וכלל קניין ראה א. חמדני וש. חנס הגינות מלאה? בעלי שליטה, חובות הדירקטוריון וביקורת שיפוטית, משפטים ועסקים ט 75 בעמ' 89. באותו הקשר התייחסו המחברים למודל אשר הוצע על ידי פרופ' זוהר גושן לניתוח מגוונים לפיקוח ובקרה על עיסקאות בניגוד עניינים.

המודל של פרופ' גושן מבחין בין הגנה קניינית המתנה עיסקאות בניגוד עניינים באישור המיעוט, לבין הגנה של כלל אחריות, המאפשרת לבית המשפט לבחון את תנאיה של העיסקה לגופם.

חמדני וחנס מבהירים כי ההבחנה בין כללי אחריות לבין כללי קניין שאולה ממאמרם של קלברזי ומלמד " **Property Rules, Liability Rules, and**

Inalienability:

one View of the Cathedral, 85 HARV.L. REV. 1089 "

(1972).

לדיון בהבחנה בין שני הכללים במסגרת מאמר זה ראה עמ' 1106 – 1110.

במסגרת כלל האחריות בוחן בית משפט את תוצאות העיסקה או האירוע, כאשר במקרה הנוכחי תעלה השאלה האם מדובר בחלוקה אסורה אם לאו. סעיף 310 (א) לחוק החברות קובע "ביצעה חברה חלוקה אסורה, יהיה על בעל מנייה להשיב לחברה את שקיבל, זולת אם לא ידע ולא היה עליו לדעת כי החלוקה שבוצעה אסורה".

סעיף 311 קובע את אחריות הדירקטורים לחלוקה אסורה. יש לציין כי סעיף 204 הנושא את הכותרת "חלוקה אסורה ועיסקה עם בעל שליטה" קובע, בין היתר, כי נושה של חברה רשאי להגיש תביעה נגזרת בשם החברה בשל חלוקה אסורה שבוצעה בחברה.

בספרה דיני חברות לאחר חוק החברות החדש, כרך ב', מבהירה א. חביב סגל כי סעיף 311 קובע חזקת אחריות של הדירקטורים לתוצאות החלוקה האסורה "ההוראה מסתמכת על כך שהדירקטוריון הוא הגוף המוסמך על פי החוק לאשר חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות וכן לאשר את הדוחות הכספיים של חברה... על הדירקטוריון לבחון אם החלוקה נעשית מתוך רווחים לא – מחולקים; וכן, עליו להבטיח שהחלוקה לא תפגע ביכולת הפרעון של החברה". (עמ' 112).

לאחר מכן מציינת חביב – סגל כי פעילותה של חברה כרוכה בגורמי אי וודאות רבים אשר עשויים להשפיע על מידת יכולתה לעמוד בפרעון חובותיה בעתיד. בדרך כלל יתקשו הדירקטורים להתגבר על אי הוודאות ולדעת מראש כי פעולת החלוקה לא תגרור בסופו של דבר את החברה לקשיים פיננסיים " **מאחר ומבחן יכולת הפרעון אינו מוגבל בזמן, יחששו הדירקטורים שגם חדלות פרעון אשר תקרה בטווחי זמן ארוכים לאחר חלוקת הדיבידנדים או רכישת המניות, תפתח פתח לטענה נגדם שהחלוקה היתה אסורה**" (ההדגשה שלי ד.ק.).

לאור כל האמור לעיל, מקובלת עלי עמדת הרשות כי דירקטוריון אשר לא ירצה למצוא עצמו חשוף לתוצאות חלוקה אסורה יבחן אבני דרך לבחינה מחודשת של התקיימות מבחן יכולת הפרעון.

כך למשל, כאשר חל שינוי מהותי לרעה במצבה של החברה ממועד מתן האישור לחלוקה ועד למועד מתן הדיבידנד בפועל.

גם הצדדים שבפניי הסכימו, כאמור, בדיון הקודם כי אין באישור בית משפט לחלוקה על פי הוראות 303 לחוק החברות, כדי לגרוע בדרך כלשהי מחובת הדירקטורים ונושאי המשרה של החברה לפעול על פי דין, ובכלל זה בביצוע כל פעולה המביאה לידי ביטוי את ההחלטה אשר קיבלה את אישור בית משפט.

אם נאמץ את מבחן הקוהרנטיות שהוצע על ידי בזק, הרי שמסקנה זו בדבר אפשרות בחינה מחדש של מבחן יכולת הפרעון חלה בהתאמה גם באשר לאישור שניתן על ידי בית משפט: אישור בית המשפט ניתן כאמור על יסוד נסיבות כוללות אשר הוצגו בפניו במועד הגשת הבקשה.

לכן, אם יחול בשלב מאוחר יותר שינוי לרעה הגורם לכך שלא מתקיים מבחן יכולת הפרעון במועד תשלום אחת המנות, יוכל נושה לפנות לבית משפט על מנת לבחון את השאלה מחדש.

יש להתייחס בהקשר זה לטענת בזק על פיה משאושרה הפחתת ההון נגרע מלוא סכום ההפחתה בדוחותיה הכספיים של בזק, ומנגד נרשמה התחייבות בזק לשלם את תשלומי החוב לבעלי המניות.

אין בגריעת ההון בדוחות הכספיים של החברה כדי לפגוע בדרך כלשהי במסקנה, על פיה כפופה התחייבות זו לעמידה במבחן יכולת הפרעון על פי הוראות סעיף 303 - במועד התשלום בפועל.

יתרה מזאת, קבלת טענת החברה תאפשר למעשה את הפיכת בעלי המניות לנושים, ויש בה כדי לפגוע בתכלית הסדרי החלוקה וסדרי הנשייה במקרה של חדלות פרעון.

ראה לעניין זה סעיף 248 לפקודת החברות אשר עוסק בפירוק וקובע כי "סכום המגיע לחבר החברה באשר הוא חבר, אם מכח זכותו לרווחים או לדיבידנדים ואם

מסיבה אחרת לא ייחשב כחוב החברה שיש לשלמו כל עוד קיים חוב של נושה שאינו חבר החברה...”

מכאן עולה באופן ברור כי אם החברה היא חדלת פרעון, ולכן בוודאי איננה עומדת במבחן יכולת הפרעון, הרי שסכומים המגיעים לבעלי מניות שמקורם במתן דיבידנד יידחו מפני התחייבויות החברה לנושה.

הדברים לעיל מתייחסים למקרים כדוגמת המקרים הקודמים אליהם הפנתה בזק במסגרת תשובתה לעמדת הרשות, והמקרה הנוכחי בו אישר בית משפט חלוקה במנות על פני תקופה, מבלי שביצוע התשלום הותנה מראש בדרישה לחזור ולקבל את אישורו של בית המשפט לביצוע כל אחת מהחלוקות.

במקרה כמו המקרה הנוכחי, יש לצאת מתוך נקודת הנחה כי הדירקטורים יפעלו אכן בהתאם לכלל האחריות, ויפנו לבית משפט אם יסברו כי ימצאו עצמם חשופים לתוצאות חלוקה אסורה באחד מהשלבים של התשלום בפועל. כמו כן, יהיה תשלום הדיבידנד במועדים שנקבעו כפוף לביקורת בית משפט, אם תוגש התנגדות נושה בנסיבות הראויות.

ב. פרשנות סגל לסעיף 303 לחוק החברות

במסגרת התנגדות סגל נאמר כי אף אם נאמר כי בזק עומדת במבחן יכולת הפרעון, ישנם טעמים מהותיים ועקרוניים אשר צריכים להוביל למניעת המשך החלוקה. לדברי סגל, האיסור על חלוקה שאינה מקיימת את מבחן הרווח מצביע על התכלית הטמונה בה – מניעת מצב בו התאגיד פועל אך ורק לטובת בעלי המניות שלו תוך התעלמות ופגיעה בשאר הקבוצות הנוטלות חלק בתאגיד, ובהם בעיקר, אך לא רק, נושי החברה.

עולה, לדברי סגל, השאלה מהי תכלית החברה אשר אמורה לשמש עוגן למציאת נקודת האיזון, בהתנגשות שבין הקבוצות השונות הנוטלות חלק בקיומו ובעסקיו של התאגיד.

סגל טענה כי המחוקק הישראלי קבע בסעיף 11 (א) לחוק החברות כי תכלית החברה היא לפעול על פי שיקולים עסקיים להשאת רווחיה וניתן להביא בחשבון בין השאר את ענייניהם של הנושים, העובדים והציבור.

נטען כי בסעיף לא נמנו באופן מפורש בעלי המניות. לכן ניתן ללמוד כי המחוקק מורה שהחלטות החברה צריכות להתקבל מנקודת מבט של השאת רווחיה, תוך שקילת שיקוליהם וענייניהם של גורמים נוספים – נושים עובדים וציבור אך **לא** וזהו **לא מפורש** תוך שקילת העניין של בעלי המניות (ההדגשה במקור).

לדברי סגל, אין חולק כי החלוקה נשוא הבקשה, אשר אינה מקיימת את מבחן הרווח, לא באה לשרת את טובת החברה או להשיא את רווחי החברה. החלוקה תציב קשיים עתידיים משמעותיים עד אשר החברה תידרש לגייס חוב ובהיקף משמעותי לשם עמידה בחבויות הנוכחיות שלה. החלוקה לא באה לשרת את החברה ולא את הנושים ואף לא את הציבור. לכן, המסקנה היא כי החלוקה באה לשרת אך ורק את בעלי השליטה. במקרה כזה אין בית משפט צריך להסתפק בהנחה, שגם היא מוטלת בספק, האם כתוצאה מהחלוקה תקלע החברה למצב של העדר כושר פרעון. בית משפט אמור להציב מבחן מתאים יותר – האם יש בחלוקה כדי להשפיע לרעה על מצבה העסקי של החברה ועל היכולת העתידית שלה להשיא את רווחיה. עוד נאמר כי אין לאשר את המשך החלוקה מכח עקרון ההגינות, תום הלב וחובת האמון אשר אמורה לחול על מנהלי החברה בבצעים פעולות ובאשרם פעולות, גם כאשר אלו אושרו על ידי האסיפה הכללית. זאת לאור החובות שיש להם הן כלפי החברה והן כלפי אחרים על בסיס עקרון תכלית החברה, כאמור לעיל.

אינני רואה מקום לטענות אלה של סגל.

ראשית, יש לחזור ולזכור כי מדובר במקרה הנוכחי בבחינה הנעשית על ידי בית משפט לאור התנגדויות של נושים ובעלי אג"ח ולא של בעלי מניות בחברה. אין לכן מקום במסגרת הליך זה, לקיים דיון בטענות השונות אותן מעלה סגל כלפי המנהלים וכלפי דרך קבלת ההחלטות על ידם.

יתרה מזאת, לאור ההגדרה הברורה בסעיף 302 למבחן יכולת הפרעון "ובלבד שלא קיים חשש סביר כי החלוקה תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומן", אין לקבל את הטענה כי כדי לבחון את עמידת החלוקה המתבקשת על פי הוראות סעיף 303 במבחן יכולת הפרעון, כאשר הזכות להתנגד לחלוקה ניתנת לנושים – יש להתייחס לשאלה האם החלוקה תשפיע לרעה על מצבה העסקי של החברה או על יכולתה העתידית להשיא את רווחיה.

אינני רואה גם כל מקום לפרשנות סגל, על פיה מלמדת הוראת סעיף 11 (א) לחוק החברות במפורש כי אין מקום לשקול במסגרתו את עניין בעלי המניות. בספרו **חוק החברות החדש** (מהדורה רביעית) מבהיר פרופ' גרוס כי למרות שסעיף 11 לחוק החברות אינו מונה באופן מפורש את בעלי המניות במסגרת הקבוצות השונות שיש להביא בחשבון, יוצא הסעיף מתוך נקודת הנחה כי זו החובה הבסיסית.

“הרי שבעולם האנגלו-אמריקאי מקובלת הסברה לפיה תכליתה המרכזית של החברה הינה בהשאת רווחיהם של בעלי המניות. רווחי החברה נגזרים מרווחיהם של בעלי המניות כבעלי הזכות השיורית של החברה, ולכן על החברה להתמקד בהשאת הרווחים של בעלי המניות... החוק מאמץ למעשה את גישת היסוד השלטת כיום בדין האנגלי בדבר השאת רווחי החברה.”

סגל מפנה בטיעונו למאמרו של ע. ליכט, תכליות החברה משפט ועסקים כרך א' תשס"ד (173 בעמ' 179).

אם נעיין באותו עמוד אליו היפנה ב"כ סגל, נראה כי ליכט מציין כי באופן מפתיע לא מזכיר סעיף 11 את כלל בעלי המניות כקבוצת העניין שלטובתה חייבים עסקי החברה להתנהל, ואילו הקבוצות התאגידיות הנוספות מוזכרות בו רק כמוטבים ברשות.

מבהיר ליכט כי תבנית זו של לשון החוק פותחת פתח לפרשנויות מנוגדות: ניתן לגרוס כי מעמדם של בעלי המניות כמוטבים של החברה הוא בגדר פשיטא וטובת החברה וטובתם של בעלי המניות זהה. כלומר, מנסחי החוק פעלו מתוך הנחה סמויה כי זכותם העדיפה של בעלי המניות ברווחי החברה מובנת מאליה עד כדי כך שאינה טעונה אזכור במפורש.

עוד אומר ליכט, כי זכות זו משתקפת אכן בכללי החלוקה למרות שכזו היא זכות חלשה למדי, שכן היא כפופה למבחני הרווח ויכולת הפרעון. לדבריו, לשון החוק סובלת ואולי גם מזמינה פרשנות שוויונית מובהקת. גישה זו מצביעה על כך שטובת החברה רחבה בהיקפה מטובתם של בעלי המניות וכל קבוצת עניין אשר עלולה להיפגע מעסקי החברה ראויה להתחשבות. עם זאת, מדובר בסעיף 11 בהוראה הצהרתית שאיננה קובעת נורמת התנהגות ברורה.

בסופו של המאמר נאמר על ידי ליכט, באופן מפורש, כי לא עלה ברשימה ליישב את המחלוקת אלא שהונח בסיס למסקנה כי היא לא תיושב כנראה לעולם.

לאור האמור לעיל, אין כל מקום לקביעת סגל, בסעיף 22 לבקשה, על פיה מורה המחוקק הישראלי באופן מפורש כי החלטות החברה צריכות להתקבל מנקודת מבט של השאת רווחיה, תוך שקילת שיקולים של גורמים נוספים, אך לא תוך שקילת העניין של בעלי המניות.

במאמרו של ע. בוקשפן על חברה וחברה, ועל מעמדו של סעיף 11 לחוק החברות במשפט הישראלי, משפט ועסקים א' 229 (עמ' 262) מציין בוקשפן כי ההצדקות

לגישת המוצא, לפיה תכליתה של החברה העיסקית היא בראש ובראשונה לפעול על פי שיקולים עיסקיים למען השאת רווחיה - הן רבות ומשכנעות ואינן נזקקות לטיעון הפורמאלי, הנדרש כשלעצמו להצדקה, לפיו בעלי המניות – שהעדפת עניינם מזוהה עם השאת הרווחים – הם בעליה של החברה.

“טעמה העיקרי של התפיסה הרואה את תכליתה של החברה העסקית כפעולה על פי שיקולים עיסקיים להשאת רווחיה, ואשר מעניקה עדיפות לבעלי המניות, נובע מ”הנחת העבודה” המזהה בין עניינם השיורי וההומוגני של בעלי המניות בחברה לבין שיקולים המכוונים להשאת רווחיה של החברה. העדר אזכור מפורש של בעלי המניות במסגרת סעיף 11 לחוק החברות, אף שזה מצא לנכון להזכיר את נושי החברה, את עובדיה ואת הציבור בכללותו, אך מחזקת תובנה זו בשל ההנחה המובלעת בסעיף כי עניינם של בעלי המניות חופף ממילא את התכלית העיקרית של השאת רווחי החברה”

דברים אלה מקבלים תמיכה ברורה בדברי ההסבר להצעת חוק החברות. בסעיף 1 לדברי ההסבר נאמר כי אפשר להעלות על הדעת לפחות שתי תכליות חלופיות לקיומה של חברה מסחרית “האפשרות האחת רואה בחברה מכשיר לקידום האינטרסים העסקיים של בעלי מניותיה. האפשרות השנייה היא להשקיף על החברה המסחרית כעל כלי להשאת עושרן של כל הקהילות הקושרות עימה קשרי חוזה וכן כעל מעין “אזרח” בקהילה החייב לשרת את ענייניה, אף כשאינן הם חופפים את האינטרסים העסקיים של המשקיעים. העמדה העקרונית בסימן זה היא כי החברה היא ביסודה מכשיר עסקי, המיועד לקידומן של מטרות כלכליות של המשקיעים. אולם יש לפרש הגדרה זו באופן רחב ונאור, ולאפשר לחברה המסחרית במסגרת שיקוליה העסקיים הכלכליים, לפעול אף לקידום האינטרסים של מי שאינם בעלי מניותיה”.

התוצאה מכל האמור לעיל היא כי יש לפרש את סעיף 303, שהוא הסעיף הרלוונטי בעניין שבפניי, לפי המבחן הברור הקבוע בו ובסעיף 302.

ג. דיון בטענות הסף אשר הועלו על ידי בזק

התנגדות ע.ל.א.ן

בתגובת בזק להתנגדות ע.ל.א.ן נטען כי יש למחוק את ההתנגדות על הסף בהיעדר חו"ד כלכלית ובהיעדר תצהיר. כמו-כן נאמר, כי אין להתנגד לחלוקה שכן מדובר במעשה עשוי וכי עניין זה הוא טעם נוסף וחשוב לסילוק על הסף. לעניין זה התייחסתי כבר לעיל ולא קבלתי את טענתה של בזק.

באשר להעדר חו"ד כלכלית, נאמר על ידי בזק כי כמו בהתנגדות הקודמת הרי שגם בהתנגדות הנוכחית, למרות העובדה כי נטענות טענות כלכליות ומימוניות מובהקות, לא תמכה ע.ל.א.ן את טענותיה בחו"ד מומחה. בהיעדר חו"ד מקצועית לתמיכה בטענות הנוגעות לענין כלכלי מימוני מובהק כיכולת הפרעון, אין לשעות להתנגדות ויש לסלקה על הסף. עוד נאמר, כי לא רק שההתנגדות איננה מגובה בחו"ד מתאימה, אלא שההתנגדות איננה נסמכת בתצהיר.

ההתנגדות כוללת טענות משמיצות בדבר טובות הנאה אשר קיבלו חברי הדירקטוריון, טענות בדבר פניית ע.ל.א.ן לנאמנים ותשובתם, טענות בדבר פרסומים על פעולות שונות אצל מתחרי בזק, טענות בדבר פרסומים אודות מהלכים רגולטורים ועוד עובדות רבות אשר כולן נטענות בעלמא. רוב הטענות אינן מצויות בדוחותיה הכספיים של בזק והדין מחייב את תמיכתן בתצהיר.

אין ספק כי על פי הוראות תקנות סדר הדין האזרחי, בקשה בכתב אמורה להיות נתמכת בתצהיר.

אין גם ספק כי הבקשה אשר הוגשה על ידי ע.ל.א.ן איננה מתבססת אך ורק על נתונים המופיעים בדוחות הכספיים של החברה. מועלות בה טענות רבות נוספו כגון תחרות הולכת וגוברת בענפי הפעילות של החברה, שינויים רגולטורים וחשבונאות יצירתית.

כמו כן הועלו טענות הנוגעות לניגודי אינטרסים של חברי הדירקטוריון, המערכת הגלובלית, המשבר העולמי וקיומה של תקופת אי וודאות. נראה אכן כי חלק ניכר מטענות אלה, ובמיוחד טענות עובדתיות המועלות כלפי חברי הדירקטוריון, נותרו בגדר טענות בעלמא בהיעדר תצהיר.

עם זאת, חלק ניכר מהטענות המובאות במסגרת התנגדות ע.ל.א.ן מתבססות על נתונים המופיעים בדוחות הכספיים של בזק, חוה"ד של גיזה אשר צורפה לבקשה ודיווחים אשר פורסמו על ידי בזק במגנא.

טענות אלה, המועלות בגדר טענה לאי התקיימות מבחן יכולת הפרעון ופגמים בחוות הדעת של גיזה, יכולות להתברר בפני בימ"ש גם מבלי שיהיה מונח בפניו תצהיר אשר חוזר למעשה על נתונים שאינם בידיעתה העצמאית של מגישת הבקשה. מקובלת עלי בהקשר זה עמדתה של רשות ניירות ערך, כפי שהובעה על ידה בסיכומים, כי כאשר מדובר בהליך שמקורו בהליך במעמד צד אחד, וכאשר קיים אישור לחלוקת דיבידנדים במספר מנות למשך תקופה, אין להחמיר ולהקפיד בעניין הגשת התצהיר.

ב"כ רשות ניירות ערך הדגיש כי יש לברך על כל מתנגד בהליך של חלוקה אסורה אשר מגיע לבית משפט. המתנגד הוא חלש וקטן או שהוא נמצא מול תאגיד אשר מכיר את העובדות ואת הפרטים. גם אם מדובר בתאגיד קטן יותר הרי שהוא בדרך כלל גדול ועצום כלכלית מהמתנגד וכך מקל וחומר במקרה הנוכחי.

עוד נאמר כי יש להקיש על המקרה הנוכחי מהכלל החל בהליך של המרצת פתיחה, בו לא חייב המשיב בהכרח להגיש תצהיר - אלא שהוא יכול להשתמש בתשתית העובדתית המובאת על ידי המבקש כדי לקעקע את הבקשה.

לדברי ב"כ הרשות, יש לראות את בזק במקרה הנוכחי כמבקש המקורי.

ב"כ הרשות הדגיש כי לבקשת חלוקה בסכום של 3 מיליארד ₪ במספר מנות יש גם מחיר מסויים. לכן, ניתן יהיה לאפשר בכל אחת מהתחנות להגיש התנגדות מבלי לדקדק בשאלה אם היה תצהיר או לא היה תצהיר.

דברים אלה מקובלים עלי בעקרון, אם כי נראה כי יש לתחום את הטענות אשר ניתן להעלות ללא תצהיר, בעיקר לנתונים העולים מדוחות החברה, פרסומים אשר נעשו על ידה והאמור בחוות הדעת.

כך במיוחד אין מקום לטענות בדבר ניגודי עניינים של חברי הדירקטוריון ויצירתיות חשבונאית מבלי שהדברים נתמכים בתצהיר.

זאת מעבר לעובדה כי נושא ניגוד העניינים הנטען כלפי חברי הדירקטוריון - אינו אמור להתברר במסגרת הבקשה שבפניי.

ישנה בהחלט חשיבות בהגשת התנגדויות במקרים מוצדקים וזאת מבלי לעמוד על הצורך בהגשת תצהיר לאימות עובדות אשר הן כשלעצמן אינן במחלוקת, אלא שהמחלוקת היא באשר לנפקותן ומשמעותן.

באשר להעדר חו"ד כלכלית, מקובלת עלי טענת בזק כי העדר חו"ד כלכלית בבקשה כמו במקרה הנוכחי, יורדת למעשה לשורש זכותה של המבקשת. עם זאת, מאחר ושתיהם ההתנגדויות הוגשו בסמיכות זמנים ונידונו יחד, ולהתנגדות סגל צורפה חו"ד כלכלית, נראה כי לא היה מקום לסלק את בקשת ע.ל.א.ן על הסף, אלא שיש מקום לדון בטענות הנוגעות לעמידתה של בזק במבחן יכולת הפרעון - על יסוד הטענות בבקשת ע.ל.א.ן המתייחסות לנתונים כספיים ידועים ועל בסיס חוות הדעת של ד"ר אמיר.

בהקשר זה יש לציין כי ייתכן שבמקרים מסוימים, בהם תצביע התנגדות על נתונים כספיים חריגים, ניתן יהיה לקבוע, כפי שנטען על ידי המתנגדות, כי יש להעביר את נטל הראייה לפתחה של החברה ולא יהיה מקום לדרוש חוות דעת כלכלית מאת המתנגדים.

טענה נוספת אשר הועלתה על-ידי בזק, הן בהקשר לע.ל.א.ן והן בהקשר לסגל, היא כי זכות התביעה שלהן נרכשה לאחר שקמה עילת התביעה, וזאת לפי הלכת ביהמ"ש העליון בעניין **יגאל לביב**.

בהקשר זה היפנתה בזק לבקשה להוספת עילות נוספות לבקשה לסילוק על הסף של ע.ל.א.ן בהליך הקודם.

באותה בקשה נאמר, כי קומץ אגרות החוב בהן מחזיקה ע.ל.א.ן נרכשו על-ידי ביום 4.8.2011, אחרי אישור ביהמ"ש לחלוקה ביום 31.3.2011 ואחרי בקשתה של סגל להורות לבזק להגיש חו"ד מעודכנת.

בזק הפנתה לע"א 180/75 **יגאל לביב נ' בנק לפיתוח תעשייה ישראל בע"מ** (להלן: **"פס"ד לביב"**).

אינני רואה מקום לטענה זו במקרה שבפניי.

בעניין **לביב** התייחס בית המשפט למי שרכש מניות בחברה בידיעה שבעבר נעשה מעשה שהזיק לנכסי החברה.

נקבע כי אין מקום לאפשר רכישת מניות על מנת לנהל **"מאבק ציבורי"** וליצור למעשה סכסוך מלאכותי.

הבקשה שבפניי איננה מתייחסת לחלוקות אשר נעשו בעבר אלא לחלוקה הבאה שטרם בוצעה.

מאחר וקבעתי כי קיימת לבית משפט סמכות לבחון את קיום מבחן יכולת הפרעון בכל אחד מהמועדים בהם אמורה להתבצע החלוקה בפועל, הרי כל מי שרכש אגרות חוב הוא בגדר נושה הרשאי, להתנגד לחלוקות אשר אמורות להתבצע לאחר מועד הרכישה בנסיבות המצדיקות זאת.

עוד טענה בזק במסגרת הסיכומים כי ע.ל.א.ן איננה מייצגת את סדרת אגרות החוב, אלא טוענת שהיא רוצה להיות בטוחה שאפשר יהיה לשלם את החוב כלפיה. אומנם, לא מדובר במקרה הנוכחי בתביעה ייצוגית ומעמד המתנגדות נגזר אכן אך ורק מהחזקתן באגרות החוב של החברה. עם זאת, נושה הוא נושה ולכן אין למעשה מקום לביטוי אשר הועלה על ידי בזק על פיו לראות במתנגדות כ"אבק נושה" (סעיף 25 לתגובת בזק להתנגדות ע.ל.א.ן). הבחינה אשר נעשית על ידי בית משפט איננה מתייחסת ליכולת הפרעון של החברה לגבי נושה ספציפי. בית המשפט בוחן את יכולת הפרעון המוגדרת בסעיף 302 לחוק החברות, כלומר, האם קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות, בהגיע מועד קיומן. שאלה זו מתייחסת לכלל נושיה של החברה ולא לנושה ספציפי אשר מגיש התנגדות. לא היה לכן מקום לסילוק הבקשות על הסף, גם אם כל הטענות לעיל היו נדונות בתחילתו של ההליך.

ד. חוות הדעת התומכת בבקשת אישור חלוקה אשר לא מקיימת את מבחן

הרווח

לאור הטענות אשר הועלו במסגרת הדיון באשר לניגוד העניינים של גיזה, אשר חוות דעתה תמכה בבקשה המקורית, יש להתייחס בפירוש גם לנושא זה. ע.ל.א.ן ציינה בהתנגדות כי רק בשולי חוות הדעת, בעמ' 41, ציין המומחה מטעם גיזה כי במהלך שנת 2010 שימש כיועץ פיננסי של החברות הרלוונטיות בקבוצת יורוקום, במסגרת ההליך לרכישת השליטה בחברת בזק. עוד התברר כי אותו מומחה הכין עבור בעל השליטה הנוכחי בחברה תחזיות שונות אשר הוצגו לגופים שמימנו את עסקת הרכישה. ע.ל.א.ן טענה כי על חוות דעת גיזה נסמכו הגורמים המממנים כאשר העניקו אשראי עתק לבעל השליטה. כעת, מחווה אותו מומחה את דעתו מדוע יש לבצע מהלך חריג בהיקפו, כדי שאותם גורמים מממנים יזכו להחזר ההלוואות מאת בעל השליטה. כמו כן, באותו עמ' 41 לחוות הדעת מגלה המומחה כי הכנסות גיזה בשנת 2010 מקבוצת יורוקום/בזק היו מהותיות. ע.ל.א.ן טענה כי לא מדובר אם כן במומחה עצמאי ובלתי תלוי, ולו רק למראית עין.

אין ספק כי כל העובדות אשר פורטו לעיל לא נכללו בגוף חוות הדעת אשר הוגשה לבית משפט, וניתן היה לאתר אותן רק בעיון בעמודים אשר הופיעו בשולי חוות הדעת ולאחר סעיף "מסקנת חוות הדעת".

עוד יש לציין כי כל אותו מידע באשר לקשר בין גיזה לבין בזק ובעל השליטה, מצוי תחת הכותרת "הגבלת אחריות" ולא כסעיף עצמאי.

כבר מהאמור לעיל, עולה למעשה המסקנה כי חוות הדעת של גיזה אינה חוות דעת בלתי תלויה.

מקובלת עלי בעניין זה עמדתה של ע.ל.א.ן כי כאשר ליוותה גיזה את בעל השליטה כיועץ פיננסי בשנת 2010, במסגרת ההליך לרכישת השליטה, לא טענה בפני הגורמים המממנים כי היא מומחה אובייקטיבי. לכן יש לגיזה אינטרס ברור שהתוכנית אשר הגישה ובנתה תצליח.

ניגוד ענייניים המובנה עלה גם במהלך חקירתו הנגדית של רו"ח זילברשטיין אשר חתם על חוות הדעת של גיזה.

רו"ח זילברשטיין חזר ואישר כי גיזה נתנה חוות דעת לבעלת השליטה בבזק בתהליך קבלת ההלוואות לצורך רכישת השליטה בבזק.

כמו כן, ניתנה על ידי גיזה חוות דעת לצורך הערכת הנכסים המופיעים במאזן (עמ' 91-92 לפרוטוקול).

במהלך הדיון הוצג מסמך מתוך אתר האינטרנט של גיזה - מב/1 – בו ציינה גיזה את ליווי קבוצת יורוקום ברכישת השליטה בבזק במסגרת תיאור הלקוחות.

באשר להכנסות גיזה, הבהיר רו"ח זילברשטיין כי הכנסות גיזה מקבוצת יורוקום/בזק בשנת 2010 היו מהותיות "כי ליוונו את יורוקום ובעלי השליטה בבזק, זה היתה עבודה שהושקעו בה אלפי שעות עבודה ועיסקה של 6.5 מיליארד ₪ וכל הגופים המממנים בארץ השתתפו. וב- 2010 קבלנו את שכר הטרחה ששיקף עבודה מאוד מאוד מאומצת, אלפי שעות עבודה" (עמ' 96 לפרוטוקול).

נאמר כי ביתר השנים לא היתה הכנסת גיזה מבזק או מבעלי השליטה הכנסה מהותית.

רו"ח זילברשטיין נשאל האם נכון להיום קיימות הזמנות עבודה מחברת יורוקום או מישהו מטעם בעל השליטה או בדרך שרשור החברות מטעמו.

תשובתו היתה "לא ידוע לי. אנחנו חברה... ששוכרים את שרותינו מעת לעת".

המומחה נשאל פעם נוספת, והפעם על ידי בית משפט, האם נכון לעכשיו קיימות הזמנות עבודה מעין אלה.

תשובתו היתה "אני צריך לבדוק" וכן "לא משהו שאני יכול לזכור". (עמ' 94-95 לפרוטוקול).

תוצאות הבדיקה, אם אכן נעשתה, לא הובאו בפני בית משפט. עם זאת, אישר מר גלמן, מנהל הכספים ומשנה למנכ"ל בזק, בחקירתו הנגדית כי **"אכן גיזה עושה עוד עבודות בשבילנו"** (עמ' 232 לפרוטוקול).

נקודה נוספת אשר התבררה במהלך הדיון היא נושא תשלום שכר הטרחה לגיזה. בתשובה לשאלת ב"כ סגל, העיד רו"ח זילברשטיין כי מר גלמן פנה אליו שכן הוא מכיר אותו הרבה שנים, כדי שתוגש הצעת מחיר לשם מתן חוות הדעת. (עמ' 175 לפרוטוקול).

לאחר מכן העיד כי התשלום עבור חוות הדעת יהיה לפי שעות העבודה שהושקעו **"אני עדיין לא ספרתי את שעות עבודה. הושקעו שעות עבודה רבות בכל התהליכים"**. מדובר לדבריו במאות שעות. (עמ' 192 לפרוטוקול).

רו"ח זילברשטיין נשאל **"כמה שילמו לך מקדמה עבור העבודה"** ותשובתו היתה **"לא שילמו מקדמה, זה היה בהתאם להיקף השעות שיושקעו בעבודה"**.

לשאלת בית משפט האם שעות העבודה מוגבלות לא ניתנה למעשה תשובה. משנשאל המומחה מה התעריף לשעה ענה **"למה להכנס לעניינים הפנימיים"**.

תשובתו היחידה בנושא זה היתה **"מדובר בשעות עבודה שהושקעו על פי התעריף במשרד, הוא תעריף מקובל ורגיל אין פה תעריף יוצא דופן"**. (עמ' 193 לפרוטוקול). תשובות מדוייקות יותר לגבי שכר הטרחה ששולם לגיזה, נתנו בחקירתו הנגדית של מר גלמן.

מר גלמן העיד כי **"הוא (הכוונה לגיזה- ד.ק.) מקבל מקדמה ואנחנו משלמים בחשבון סופי בסוף"**.

עוד נאמר על ידו **"אני יכול להגיד לך בדיוק מה שאנחנו משלמים. אנחנו משלמים 500 ₪ לשעה בשביל העבודה ושילמנו להם סך הכל עד היום על חוות הדעת על נושא של הפחתת הון פלוס השלמות... בערך 750,000 ₪"**. (עמ' 228 לפרוטוקול). מר גלמן נשאל מה ההערכה שלו לגבי החשבון הסופי ותשובתו היתה שהוא איננו יודע ועדיין לא קיבל חשבון. (עמ' 229 לפרוטוקול).

מר גלמן הבהיר כי התשלום הוא גם בגין השלמות חוות הדעת שנעשו במהלך 2011. לדברי מר גלמן, עד שההליך לא נגמר אין הוא יודע מה סדר הגודל של התשלום. עם זאת, הבהיר מר גלמן כי לא יאשר לגיזה כל חשבון אשר יוגש על ידה **"הם יושבים איתנו כמו שעורכי דין נותנים לנו את השעות ואנו מאשרים את השעות המושקעות בתהליך"** (עמ' 230 לפרוטוקול).

מדברים אלה עולה בברור כי לא נקבע למעשה שכר טרחה מראש ואין הגבלה בפועל על מספר השעות. שכר הטרחה אשר ישולם יתברר רק בסופו של ההליך, לאחר שהצדדים **"ישבו ביחד"**.

נושא נוסף אשר עלה במהלך החקירה הנגדית הוא נושא השיפוי. מעמ' 42 לחוות הדעת עולה כי גיזה תקבל ממזמינת העבודה כתב שיפוי למקרה בו היא תתבע בהליך משפטי לשלם סכום כלשהו לצד שלישי.

חובת השיפוי לא תחול בקשר לפעולה אשר נעשתה בזדון או ברשלנות חמורה. רו"ח זילברשטיין העיד כי הוא 20 שנה במקצוע ומעולם לא נדרש להפעיל כתב שיפוי. הוא מאמין כי ההגנה הטובה ביותר היא לעשות עבודה מקצועית והוא לוקח אחריות מלאה על העבודה שהוא עושה (עמ' 101-100 לפרוטוקול). מר גלמן העיד בחקירתו הנגדית כי כל מומחה שבזק עובדת איתו מקבל כתב שיפוי (עמ' 235 לפרוטוקול).

אין ספק כי כל האמור לעיל מעמיד את גיזה במצב פוטנציאלי של ניגוד עניינים. בכל מקרה, אין לראות בחוות הדעת כחוות דעת אשר הוגשה על ידי מומחה אובייקטיבי וחיצוני.

מן הראוי היה כי בחוות הדעת הראשונה, אשר הוגשה לבית משפט בתמיכה לבקשה על פי סעיף 303, היה אותו פירוט רלוונטי ביותר ניתן במסגרת חוות הדעת עצמה, על מנת שהדברים יעמדו באופן ברור הן בפני בית משפט והן במסגרת הפרסומים אשר נעשו על ידי החברה.

יש לציין כי בחוות הדעת ממרץ 2012, אשר הוגשה לדירקטוריון בזק לעניין חלוקת הדיבידנד השוטף, צוינו הדברים בגופה של חוות הדעת.

בכל מקרה, אין ספק, כאמור, כי חוות דעת מעין זו איננה חוות דעת בלתי תלויה. מקובלת עלי עמדתו של ב"כ רשות ניירות ערך בסיכומים, על פיה מדובר במצב בו מגיעה חברה ומגישה בקשה ואין למעשה בר שיח, למרות האפשרות הניתנת לנושים להגיש התנגדות.

בנסיבות אלה, ישנה חשיבות מהותית לכך שבפני בית המשפט תהיה אכן חוות דעת עצמאית ובלתי תלויה.

לכן, יש להטיל על חברה אשר מגישה חוות דעת לבית משפט במסגרת בקשה על פי הוראת סעיף 303, את החובה להציג בפניו חוות דעת שהיא חוות דעת חיצונית לחלוטין ובלתי תלויה בדרך כלשהי בחברה או בבעל השליטה בה, במישרין או בעקיפין, וכי נותן חוות הדעת יצהיר על כך במסגרת חוות הדעת עצמה. ב"כ ע.ל.א.ן הציג במהלך הדיון פסקי דין של בתי משפט אחרים בהם מונו מומחים על ידי בית משפט. כך מונה על ידי כב' ס"נ חשין מומחה מטעם בית משפט, אשר יחווה את דעתו בשאלה האם קיים או לא קיים חשש סביר כי החלוקה המבוקשת תמנע מהחברה עמידה במבחן יכולת הפרעון.

(ה"פ (ירושלים) 2290/03 מלוונות שלום נ' כונס הנכסים הרשמי).

באותו מקרה נידונה בקשה לאישור הסדר פשרה יחד עם בקשה לאישור חלוקה. כמו כן, הוצגה החלטת כב' השופטת רונן בת.א. 49352-05-11. גם באותו מקרה הוגשה בקשה לאישור חלוקה לפי סעיף 303 לחוק החברות. בית המשפט ציין כי לא הוגשה התנגדות של מי מהנושים ועל בית המשפט לבצע בדיקה בשאלה האם עומדת החברה במבחן יכולת הפרעון. חוות הדעת היחידה שהוגשה היא חוות דעת שנערכה מטעם המבקשת. **"עניין זה יוצר קושי מובנה בבחינת השאלה האם החברה אכן עומדת במבחן יכולת הפרעון".**

בית המשפט אמר כי ייתכן שהיה מקום לשקול אפשרות של מינוי מומחה מטעם בית משפט. באותו מקרה נקבע כי אין המינוי הכרחי, בין היתר, שכן החברה האם של החברה - ערבה ללא הגבלה בסכום לכל התביעות נגדה ומדובר בחברת אם שהיא חברת ענק.

אינני סבורה כי במהלך הרגיל של העניינים יש מקום למינוי מומחה מטעם בית משפט לשם בחינת עמידתה של חברה בהוראות סעיף 303 לחוק החברות. עצם שיקול הדעת בעניין זהותו של המומחה מוקנה לחברה ולאורגנים הפועלים בשמה.

אולם, עמידה בקריטריונים הנדרשים מחוות דעת המוגשת על ידי מומחה אשר מונה על ידי בית משפט, תבטיח את היותה של חוות הדעת בלתי תלויה, כך שתהווה בסיס הולם לבחינת השאלה בדבר קיום מבחן יכולת הפרעון ושכנוע בית משפט בעניין זה.

כך גם ייפתר אותו קושי מובנה אשר צויין על ידי כב' השופטת רונן. לכן, מן הראוי כי על נותן חוות הדעת אשר תומכת בבקשת חברה לחלוקה על פי סעיף 303, להיות נטול כל קשר או תלות בחברה או בבעלי השליטה בה או מי מטעמה, במישרין או בעקיפין, כאשר הצהרה בעניין זה תנתן על ידי המומחה בחוות הדעת עצמה.

על שכר הטרחה להיות קבוע מראש, על מנת שלא לאפשר מצב של התחשבנות בסוף הדרך. גם אם נקבע מנגנון של תשלום שכר טרחה לפי שעות - יש מקום לקבוע מראש הגבלה בדבר מספר השעות המרבי אשר יידרש לשם הכנת חוות הדעת. על נותן חוות הדעת להצהיר במסגרתה כי לא ניתן לו ולא יינתן כתב שיפוי על ידי החברה.

בהקשר זה יש לציין כי רו"ח זילברשטיין היפנה את בית המשפט במהלך חקירתו הנגדית, לחוות דעת אשר נערכה על ידי גיזה בתיק אחר אשר התנהל בפניי, בעניין **מכתשים אגן**.

רו"ח זילברשטיין התייחס אומנם בעדותו לנושא סעיף הגבלת האחריות. עם זאת, ניתן ללמוד מחוות דעת זו גם על העדר סעיף שיפוי בחוות דעת הניתנות על ידי מומחים מטעם בית משפט.

במסגרת ת"צ 26809-01-11 **כהנא נ' מכתשים אגן תעשיות בע"מ** מונתה גיזה כבודק על פי הגדרת המונח בחוק תובענות ייצוגיות תשנ"ו – 2006, כדי לחוות את דעתה בעניין סבירות והוגנות של הסדר הפשרה אשר הובא לאישורו של בית המשפט.

חוות הדעת בוצעה על ידי צוות ברשות רו"ח זילברשטיין, אשר היפנה כאמור לחוות דעת זו בחקירתו בפניי (עמ' 105 לפרוטוקול).

מעיון בחוות דעת זו עולה באופן מפורש כי הגבלת האחריות מתייחסת אך ורק למקורות מידע ונתונים אשר הוצגו בפני גיזה לצורך מתן חוות הדעת. נאמר כי אין חוות הדעת מהווה אימות לנכונותם ולדיוקם של נתונים אלה. כלומר, מדובר בהגבלת אחריות מצומצמת.

כמו כן, מעיון בחוות הדעת עולה באופן חד משמעי כי אין היא כוללת כל סעיף שיפוי.

כל האמור לעיל אמור לחול הן לגבי חוות דעת המוגשת על ידי חברה המבקשת אישור חלוקה לפי הוראות סעיף 303 לחוק החברות, והן לגבי כל חוות דעת המוגשת במהלך בכל דיון הנוגע לעניין זה - אשר מתקיים בשלב כלשהו לאחר אישור החלוקה.

ה. **האם החלוקה המיועדת למאי 2012 עומדת במבחן יכולת הפרעון**

יש לבחון עתה, לגופו של עניין, האם חלוקה של המנה הבאה בסך 0.5 מיליארד ₪ המיועדת להתבצע ביום 21.5.12 - עומדת במבחן יכולת הפרעון.

אין למעשה מחלוקת בין הצדדים באשר לנתונים הכספיים כפי שהם עולים מהדוחות הכספיים של בזק, נתונים אליהם התייחסו הן גיזה והן המומחה ד"ר אמיר.

כך, כפי שציינה ע.ל.א.ן בהתנגדותה, מאז חתימת הסכם רכישת השליטה בבזק בתחילת שנת 2010 ועד מועד הגשת ההתנגדות באפריל 2012, נטלה החברה הלוואות בסכום מצטבר של כ- 6.9 מיליון ₪.

ההון העצמי של החברה פחת מסך של 7.2 מיליארד ש"ח נכון ליום 31.3.10 לסך של 2.68 מיליארד ₪ נכון ליום 31.12.11.

יש לציין כי ההון העצמי של בזק נכון ליום 31.12.10 עמד על סך של כ- 5.37 מיליארד ₪.

שווי השוק של החברה ירד מסך של כ- 28.5 מיליארד ₪ מיום הגשת הבקשה לאישור החלוקה, לסך של כ- 16.7 מיליארד ₪ במועד הגשת הבקשה באפריל 2012. (ראה עדותו של מר גלמן בעמודים 213-217 לפרוטוקול).

כמו כן, עולה מהנתונים הכספיים כי הכנסותיה של בזק ירדו בשנת 2011 בסך של כ- 600 מיליון ₪, ירידה בשיעור של 5%. שיעור ה- EBITDA ירד ל- 41% לעומת 43% בשנת 2010 כפי שצוין על ידי ד"ר אמיר בעמ' 16 לחוות דעתו.

המתנגדות טענו, כאמור, כי שינויים אלה אל מול מצבה של בזק כפי שהיה במועד אישור החלוקה - מצדיקים התערבות בית משפט ואיסור המשך החלוקה.

בבקשת ע.ל.א.ן אף הודגש כי פרעון חובות על בסיס הנחת מיחזור חובות, אינו יכול להניח את הדעת והוא רווי סיכונים, קל וחומר מקום בו מדובר בחברה אשר מבקשת לחלק דיבידנד על חשבון הונה העצמי והפחתתו.

יש לבחון עתה אם נתונים אלה מצביעים על חשש סביר כי החלוקה הבאה המיועדת להתבצע ביום 21.5.12 - תמנע מהחברה לעמוד במבחן יכולת הפרעון.

נראה כי התשובה לשאלה זו היא שלילית.

אם נחזור ונעיין בחוות הדעת אשר הוגשה בתמיכה לבקשת החלוקה, נאמר בה כי בשנים 2007, 2008 ו- 2009 הסתכמו הכנסות בזק בכ- 11.1 מיליארד ₪, 11.0 מיליארד ₪ ו- 11.5 מיליארד ₪ בהתאמה.

במועד הגשת חוות הדעת צויין כי ההכנסות בתום תשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 הסתכמו ב- 8.9 מיליארד ₪.

נכון להיום, אין מחלוקת כי הכנסות בזק לשנת 2010 הגיעו לסך של 11.9 מיליארד ₪.

עוד צויין בחוות הדעת שתמכה בבקשת האישור, כי ה- EBITDA עמד על כ- 34% מההכנסה בשנת 2007, 37% בשנת 2008 ו- 39% בשנת 2009.

נכון להיום ידוע כי EBITDA לשנת 2010 עמד על כ- 43% מהכנסות החברה.

הרווח הנקי בשנת 2009 עמד על סכום של למעלה מ- 2 מיליארד מפעילויות נמשכות.

באותה חוות הדעת נאמר כי בהתחשב בתוצאות בפועל בתקופה שבין ינואר לספטמבר 2010, יש לצפות כי הרווח הנקי לשנת 2010 יעלה אף הוא על 2 מיליארד ₪.

בפועל הרווח הנקי לשנת 2010 היה בסך של 2.4 מיליארד ₪. גיזה ציינה באופן מפורש בחוות הדעת כי על החברה חלות מגבלות שונות הפוגעות ביכולת התחרות שלה אל מול מתחרותיה .

בין היתר, נאמר כי מגבלה זו נובעת מחובת הפרדה מבנית וחובת מתן שירותי לכלל הציבור בישראל, בניגוד לרישיונות ייחודיים שניתנו למתחרים. עם זאת נאמר כי ישנן הערכות, אשר סבירות בעיני גיזה, כי יש לצפות להקלות במגבלות השונות.

כמו כן נמנו בחוות הדעת גורמים שליליים :

- בזק נדרשת להשקעות גבוהות ברכוש קבוע. עם זאת לבזק נזילות וגמישות פיננסית כך שהצורך בהשקעות הון גבוהות אינו צפוי להכביד על פוטנציאל יצירת מזומנים בטווח הנראה לעין.
- בזק פועלת תחת משטר רגולטורי כבד אשר עשוי להיות לו השפעה רעה על תוצאות בזק ומצבה הכספי.
- חלק מהותי של הוצאות בזק הן קבועות וקשיחות.

חוות הדעת התייחסה להמלצות וועדת חייק, אשר עלולה להיות להן השפעה שלילית על תוצאות החברה ומצבה הכספי. עם זאת נאמר כי אין להוציא מכלל אפשרות כי לפחות לחלק מהמלצות הוועדה תהיינה השלכות חיוביות על החברה. צוינו האתגרים מצד התחרות ומצד הרגולציה לעניין פעילות הסלולר.

בסעיף 6 לחוות הדעת נערכה תחזית תזרים מזומנים. באשר להכנסות – הונחה ירידה בהכנסות בשנת 2011 בעיקר בשל הפחתת דמי הקישוריות.

הונח כי מסקנות וועדת חייק תהיינה מאוזנות כך שהפגיעה ביכולת התחרות של בזק תהיה סבירה ומידתית.

הנחות נוספות התייחסו לרגולציה, לפתיחת השוק לתחרות ולתחום הסלולר.

תחזית ההכנסות וה-EBITDA לשנים 2010-2015 פורטה בטבלה בעמ' 27 .

גיזה הבהירה כי תחזית תזרים המזומנים אשר מפורטת בטבלה, שימשה לצורך בחינה אינדיקטיבית של שווי פעילות בזק כחלק מבחינת האיתנות הפיננסית.

עם זאת, הוצג בפרק הבא תרחיש בעל אופי שמרני יותר, תחת הכותרת "תזרים מזומנים בעל אופי שמרני לצורך בחינת יכולת הפרעון".

בין יתר ההנחות אשר היו בבסיס התחזית השמרנית, הונחה ירידה בשיעור של כ- 10% בהכנסות בזק משנת 2010 ועד שנת 2015, הנובעת מהתגברות התחרות בתחום המפ"א והסלולר, שינויים רגולטורים כגון פתיחת שוק הטלפוניה לתחרות, פתיחת שוק הסלולר לתחרות וכניסת מפעיל רביעי.

עוד נאמר כי הונח היקף השקעות ממוצע בין השנים 2010-2013 בסך של כ- 1.7 מיליארד ₪, אשר צפוי לרדת החל משנת 2014 לכ- 1 מיליארד ₪.

על פי תחזית שמרנית זו, ההכנסות הצפויות לשנת 2010 עמדו על סך 11.967 מיליארד ₪, בשנת 2011 על סך 10.924 מיליארד ₪, בשנת 2012 על סך 10.846 מיליארד ₪ ובסכומים דומים בן השנים 2013-2015.

ה- EBITDA לשנת 2010 על פי התחזית השמרנית הינו בסך 4.99 מיליארד ₪, לשנת 2011 בסך 4.573 מיליארד ₪, לשנת 2012 בסך 4.286 מיליארד ₪, 4.038 מיליארד ₪ בשנת 2013 וכ- 4.2 מיליארד ₪ בשנים 2014-2014.

לאחר מכן נערך ניתוח יכולת שירות החוב של בזק בהנחת חלוקת מלוא רווחיה כדיבדנד.

בסופו של אותו פרק נאמר כי הערכת גיזה היא כי גם בהנחת ביצוע הפחתת ההון - ביכולת החברה להמשיך ולחלק את מלוא רווחיה השוטפים כדיבדנד. לשם כך תידרש החברה למחזר מידי שנה חלק ניכר מתשלומי הקרן העיתיים. יכולתה לעשות כן נגזרת מפרמטרים רבים ומגוונים שאינם נגזרים בהכרח ממצבה הפיננסי. ככל שמצב השווקים בעתיד לא יהיה שונה מהותית ממועד עריכת חוות הדעת, אין החברה צפויה להיתקל בקושי מהותי למחזר את חובותיה באופן סדיר.

כמו כן צויין בחוות הדעת שווי השוק הגבוה, העדר רישום שעבודים ספציפיים לטובת בנקים או גורמים מממנים אחרים, כאשר אלה נתנו את הסכמתם להפחתת ההון.

בחוות הדעת אשר הוגשה על ידי ד"ר אמיר נאמר באופן מפורש כי חוות הדעת אשר נערכה על ידו, לא נועדה להיות חוות דעת נגדית לחוות הדעת של גיזה מינואר 2011. מדובר בניתוח אשר נערך לפני כ- 15 חודשים, כאשר במציאות של שוק התקשרות הישראלית הרווחת, מדובר בפרק זמן ארוך מאוד.

עוד נאמר, כי אין למומחה עניין לחלוק על הניתוח הכלכלי אשר ביצעה גיזה בינואר 2011. אין המומחה חולק על החלטת בית המשפט לאפשר לבזק מהלך של הפחתת הון בסך 3 מיליארד ₪ בשש פעימות של חצי מיליארד ₪ מידי חצי שנה.

אולם, לדבריו, מהווה מהלך זה מהלך חריג אשר מעלה קושיות כלכליות רבות. חוות הדעת מיועדת לבחון מחדש את חוות דעת גיזה, לפי המידע שיש בידו בדבר התפתחויות כלכליות וכספיות בבזק הבאות לידי ביטוי במאזן בזק לסוף שנת 2011, אשר פורסם ב- 14.3.12.

התפתחויות אלה יוצגו לעומת הנחות העבודה של גיזה אשר התבססו על מאזן בזק ליום 30.9.11.

טענתו של ד"ר אמיר היא כי לאור התפתחויות בשנה ורבע האחרונות החלטת בית משפט, אשר היתה אולי יפה וקבילה לשעתה, צריכה להיבחן מחדש לקראת אישור ההפחתה בסך חצי מיליארד ₪ בחודש מאי 2012.

נאמר כי יש להשהות את המהלך הן לטובת נושי בזק, הן לטובת בעלי המניות שאינם בעלי שליטה, הן לטובת עובדי בזק ובעצם לטובת המשק הלאומי בכללו.

בהקדמה אף נאמר כי די באימוץ הנחות סבירות כדי להוכיח כי אל לו לבית משפט להתיר את המשך חלוקת הדיבידנדים שלא מרווח. אין מקום "לעסקים כרגיל" שכן המצב הוא לא רגיל. על החברה להכין את עצמה לקראת המצב החדש שהתגבש בשנה האחרונה. הדבר האחרון שבזק יכולה להרשות לעצמה היא לחלק דיבידנדים על יסוד רווחים שלא התממשו, וכל זאת מעבר לחלוקה של 100% של הרווחים השוטפים.

המומחה ציין כי ענף התקשרות בישראל נתקל בשנים האחרונות ברגולציה מוגברת, המובילה לפגיעה ברווחיות והגבלת התחרות. כתוצאה מכך גברה רמת אי הוודאות בענף.

בהקשר זה מתייחס המומחה לתמורות המהותיות בטכנולוגיה אשר מעלה את רמת אי הוודאות לחברות בענף, כאשר לצד מתן הזדמנויות לצמיחה מהירה של חברות קטנות - עשויות חברות איתנות ורווחיות להפוך ללא רלוונטיות תוך זמן קצר.

המומחה התייחס לדוח חייק המדגיש את חשיבות ההשקעות בענף התקשורת. לדבריו, שימוש בתזרים מזומנים של החברה לצורך חלוקת דיבידנד על חשבון השקעות אלה - אינו פועל בהכרח לטובת בעלי המניות בחברה ולעיתים אף פוגע בחברה, באיתנותה הפיננסית וביכולתה התחרותית בנוסף לפגיעה במשק.

המומחה התייחס באופן ספציפי למפ"א, פלאפון, טלויזיה רב ערוצי, מפעיל ISP ושיחות בינלאומיות.

בסיכום פרק זה נאמר כי טובת החברה מחייבת צמיחה של רזרבות כספיות, אשר תידרשנה בשנים הקרובות כדי לשמור על מעמדה התחרותי של החברה.

עד כאן עולה באופן חד משמעי כי חוות הדעת בפרקים אלה לא התייחסה כלל למבחן יכולת הפרעון של בזק.

יתרה מזאת, בחקירתו הנגדית של ד"ר מאיר נאמר למומחה על ידי ב"כ בזק כי הוא מניח שד"ר אמיר איננו מומחה לתקשורת.

תשובתו היתה "אתה צודק באופן חלקי. לצורך העבודה אני צרפתי כלכלן שעבד איתי יד ביד בכל החודש הזה והוא מומחה בתחום התקשורת וגם בתחום הניתוח הפיננסי"

המומחה הבהיר כי העבודה נעשתה על ידם "חצי חצי", אם כי מי שכתב את הטקסט מהעמוד הראשון ועד לעמוד האחרון זה הוא והוא גם חתום עליו (עמ' 6 לפרוטוקול).

שמו של המומחה לא נזכר בחוות הדעת ואותו מומחה לא נחקר על חלקו בחוות הדעת במסגרת הדיון.

לכל האמור לעיל יש כמובן השלכה על משקל דבריו של המומחה, בדבר הסיכוי כי חברות איתנות ורווחיות יהפכו ללא רלוונטיות תוך זמן קצר.

העמדה בסעיף הסיכום של פרק זה בחוות הדעת של ד"ר אמיר, על פיה טובת החברה מחייבת צבירה של רוזבות כספיות על מנת לשמור על מעמדה התחרותי, הינה בהחלט עמדה המחייבת מחשבה. אולם, אין בה כדי להוות בסיס להכרעת בית משפט בעניין מבחן יכולת הפרעון - באשר לחלוקה הבאה המיועדת להתבצע במאי 2012 - על בסיס התנגדות שהוגשה על ידי נושים.

יש לעבור עתה לחוות הדעת ככל שהיא מתייחסת לניתוח התוצאות העסקיות של בזק בשנת 2011.

אם נעיין בטבלה המופיעה בסעיף 16 לחוות הדעת של ד"ר מאיר, נראה כי גם בשנת 2011 עמדו הכנסות בזק על סכום העולה על 11 מיליארד ₪ (11.37) וה- EBITDA על סכום של כ- 4.6 מיליארד ₪.

הרווח הנקי לשנת 2011 נותר אף הוא בסכום העולה על 2 מיליארד ₪.

תוצאות כספיות אלה בפועל לשנת 2011 אינן נופלות מהתוצאות כפי שנחזו בתרחיש השמרני אשר נכלל בחוות הדעת הכלכלית של גיזה, שצורפה לבקשה להפחתת חלוקת ההון.

באשר לירידה בהון העצמי של בזק – הסכים ד"ר אמיר כי השינוי מ- 5.3 מיליארד ₪ לכ- 2.6 מיליארד ₪, נובע בעיקרו מאותה הפחתת הון של 3 מיליארד ₪ אשר בוצעה לאחר אישור החלוקה.

"השינוי הגדול היה הפחתת הון של 3 מיליארד, זה נכון" (עמ' 31 לפרוטוקול).

מאז שהופחת ההון בסכום זה של 3 מיליארד ₪, אישר ד"ר אמיר כי סדרי הגודל של ההון העצמי לא השתנו לאורך הרבעונים בין הרבעון הראשון של 2011 עד לרבעון הרביעי של 2011. סדרי הגדול של ההון העצמי עולים על 2.3 מיליארד ₪ - הסכום שבו עמד ההון העצמי של בזק לאחר אישור הפחתת ההון (עמ' 32 לפרוטוקול).

ביום 13.3.12 הגישה גיזה חוות דעת לדירקטוריון בזק, בנוגע להשלכות חלוקה אפשרית של דיבידנד שוטף בסך של כ- 1.1 מיליארד ₪ אשר ישולם במאי 2012 - על יכולת הפרעון של החברה.

יש לציין כי חוות דעת זו הוגשה על בסיס טיוטת דוחות כספיים ל- 31.12.11, אשר פורסמו לפני הגשת ההתנגדויות.

בסעיף 10 לחוות דעת זו נאמר כי להערכת גיזה תזרימי המזומנים הפנויים של החברה (ללא התחשבות בחלוקת דיבידנדים שוטפים מעבר לדיבידנד השוטף הנוכחי) מספקים ומאפשרים את עמידת החברה בחובות הקיימים והצפויים, כולל יתרת תשלומי התחייבות החברה לבעלי המניות שמקורה בחלוקה המיוחדת, אף ללא צורך במחזור התחייבויותיה.

בעמ' 38 לחוות הדעת הבהירה גיזה כי גם לאחר חלוקת הדיבידנד השוטף נשוא חוות הדעת, ובהתייחס ליתר תשלומי ההתחייבות אשר מקורם בחלוקה המיוחדת, תזרימי המזומנים של החברה מספקים ומאפשרים את העמדת החברה בהתחייבויותיה ללא צורך במחזור חובות או גיוס מקורות נוספים.

עוד נאמר באותה חוות דעת, כי כדי לחלק את מלוא רווחיה באמצעות חלוקת דיבידנד שוטף, מעבר לדיבידנד השוטף הנוכחי, תידרש החברה למחזר מידי שנה חלק ניכר מתשלומי הקרן העיתיים של חובותיה.

יכולת החברה נגזרת מפרמטרים רבים, אשר אינם נגזרים בהכרח ממצבה הפיננסי, כפי שנאמר בחוות הדעת המקורית אשר צורפה לבקשת האישור.

גיזה העריכה כי החברה אינה צפויה להיתקל בקושי מהותי למחזר את חובותיה. יתרות המזומן העומדות לרשות החברה בסך של כ- 2.3 מיליארד ₪, מאפשרות לה לפרוע את מלוא הדיבידנד השוטף ויצור המזומנים עולה על שירות החוב בשנת 2012. לכן, הונח בזהירות המתבקשת כי החברה תשתמש בחלק מיתרה זו לשירות החובות ולחלוקת הדיבידנד האמורה.

למסקנה זו מסכים למעשה גם המומחה מטעם סגל.

ד"ר אמיר אישר כי לא לקח בחשבון את המזומנים הנמצאים בקופתה של בזק (עמ' 57 לפרוטוקול).

בעמ' 63 לפרוטוקול אישר ד"ר אמיר כי אם משתמשים במזומנים שבקופה, אין צורך בגיוס חוב חדש ואפילו במחזור חובות קיימים בשנת 2012. יש להבהיר כי מעדותו של מר גלמן עולה כי החל משנת 2013, בהנחה כי דירקטוריון החברה ימשיך במדיניות חלוקת הדיבידנד השוטף, תזקק בזק למחזור החוב. בעמ' 65 לפרוטוקול נשאל ד"ר אמיר האם נכון כי בשנת 2012, אם מתחשבים במזומנים שיש בקופה, אין צורך לא למחזר ולא לגייס חוב נוסף. תשובתו היתה "לא הייתי אומר ברמת הוודאות שאתה אומר אבל סביר".

ב"כ בזק הניח בפני ד"ר אמיר כי הוא "הולך" עם הנתונים בחוות הדעת שלו על מנת לנתח את מה שכתב, עם זאת, הוא מנצל גם את הכסף בקופת החברה. ד"ר אמיר ענה ואישר שבמקרה כזה לא תהיה חדלות פרעון בשנת 2012. ב"כ בזק הבהיר כי לא זו היתה השאלה, אלא האם נכון כי בשנת 2012 לא צריך למחזר את החוב ובוודאי שלא לגייס חוב נוסף לפי הנתונים אשר הונחו על ידי ד"ר אמיר.

תשובתו היתה "אלא אם כן הנתונים שלי היו יותר מדי אופטימיים, גם דברים כאלה קרו". (עמ' 66 לפרוטוקול).

נראה כי יש באמור לעיל כדי להביא למסקנה על פיה לא קיים חשש סביר כי החלוקה הקרובה בסך 0.5 מיליארד ₪, במאי 2012, תמנע מהחברה את היכולת לעמוד בחביותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד קיומם והיא עומדת במבחן יכולת הפרעון.

בהקשר זה מקובלים עלי דברי באת כח הכנ"ר אשר הבהירה כי עמדת הכנ"ר, לאחר בדיקת המספרים, היא שאין בעיה עם החלוקה הנוכחית המיועדת למאי 2012. עם זאת, ביקשה ב"כ הכנ"ר להסב את תשומת ליבו של בית המשפט ושל דירקטוריון בזק, כי באשר לחלוקות הבאות - ככל שתוכנית החלוקה תהיה מבוססת במידה רבה על מחזור חובות החברה - יהיה על הדירקטוריון לבחון בשבע עיניים כל חלוקה בהתחשב במצבו של השוק, של הענף בפרט ושל השוק הגלובאלי בכלל.

ו. מסקנות בעניין הגשת בקשות לאישור חלוקה שאינה עומדת במבחן הרווח

הדיון אשר התקיים בעניין שבפני בחוות דעת המומחים ועדותם בפני בית משפט, המחישו את הקושי המשמעותי בתחזיות ואת האפשרות לבחון במצב נתון - את יכולת הפרעון של החברה בעתיד.

קושי זה, אותו אפרט להלן, יחד עם הניסיון הנצבר בתקופה האחרונה, במהלכה נידונו הליכים רבים הקשורים בהסדרי חוב, מביאים למסקנה כי יש מקום לשקול

מחדש אם ראוי ליתן אישור מראש לחלוקת דיבידנד שאינה עומדת במבחן הרווח, כאשר החלוקה אמורה להתבצע במנות - ולהותיר את הפנייה לבית המשפט לשיקול דעת הדירקטורים על פי כלל האחריות, או לנושים אשר יידרשו בהכרח למשאבים כספיים לא מבוטלים, כדי לפנות בהליך אשר יביא לבחינה מחדש את שאלת יכולת הפרעון במועד ביצוע התשלום המיועד. התשובה העולה היא כי אין מקום לאשר מראש חלוקה במנות. על חברה המבקשת חלוקה שלא על פי מבחן הרווח, לפנות לבית משפט בכל עת בה תבקש לבצע בפועל חלוקה כאמור.

יש להפנות פעם נוספת לנוסחו של סעיף 303 (א) על פיו רשאי בית משפט "לבקשת חברה, לאפשר לה לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, ובלבד ששוכנע שמתקיים מבחן יכולת הפרעון." (ההדגשה שלי – ד.ק.).

בדברי ההסבר לפרק הנושא את הכותרת "שמירת ההון וחלוקה" נאמר "ככלל, הואיל ונושיה של כל חברה בערבון מוגבל, אינם רשאים לרדת לנכסיהם הפרטיים של בעלי המניות, הדין חייב להבטיח כי הקרן היחידה לסיפוק תביעותיהם, הונה העצמי של החברה, לא תדולדל שלא כדין"

באשר לחלוקה שאינה עומדת במבחן הרווח נאמר "בנסיבות יוצאות דופן יהיה מותר לחברה לפנות לבית המשפט, כמקובל גם בדין הנוהג, ולבקש אישור להפחית את ההון גם בנסיבות בהם ללא אישור בית המשפט היתה החלוקה נחשבת כאסורה (זאת למעט במקרה בו קיים חשש סביר שהחלוקה תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה בהגיע מועד פרעונם)..." (ההדגשה שלי – ד.ק.).

יש לחזור אם כן למושכלות יסוד אלה בדבר היות אישור החלוקה על פי סעיף 303 בגדר אישור הניתן בנסיבות יוצאות דופן.

כמו כן, על מנת שבית המשפט יוכל לעמוד בחובת השכנוע כי מתקיים מבחן יכולת הפרעון בכל עת בה מבוצעת חלוקה (ואין הכוונה למקרים בהם קיים פער זמנים קצר בין מועד אישור החלוקה לבין מועד מתן הדיבידנד) - אין מקום לאשר מראש חלוקת דיבידנד במנות על פני תקופה.

מסקנה זו נתמכת אף מחוות הדעת אשר הוגשו במהלך הדיון ומהדברים אשר נאמרו על ידי המומחים במהלך החקירות.

כבר האמור בסעיף הגבלת האחריות של גיזה, במסגרת אותו עמ' 41 לחוות הדעת, מצביע על הקושי שבתחזיות לעתיד.

בחוות הדעת נאמר כי היא כשלעצמה מכילה מידע אשר צופה את העתיד ומשקף הערכה לגבי פרמטרים שונים, על יסוד מידע אשר היה בפני גיזה "אם הערכות אלה

לא תתממשנה התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי. על כן, לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הבטחון המיוחסת לדוחות כספיים מבוקרים". עוד נאמר בהמשך "שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות"

מהגבלת אחריות גורפת זו עולה הקושי המובנה להסתמך על תחזיות מעין אלה כבסיס לקביעת יכולת הפרעון של החברה בעתיד.

קושי זה קיבל ביטוי מפורש במסגרת חקירתו הנגדית של רו"ח זילברשטיין. רו"ח זילברשטיין נשאל באשר לאמירה בעמ' 41 לחוות הדעת, למה הכוונה כי התוצאות עשויות להיות שונות באופן מהותי. (עמ' 105 לפרוטוקול).

לאחר מספר רב של תשובות אשר לא ענו לשאלה זו, נאמר על ידי רו"ח זילברשטיין בעמ' 106 לפרוטוקול "כשאנחנו כותבים מהותי אנחנו כותבים בצורה מאוד ברורה שזה יכול להיות מהותי ואנחנו לא נותנים סף כמותי... זה יכול להיות מהותי כפי שנתפס ומקובל בעולם הכלכלה 10% לדוגמא אבל אני חושב שכל לקוח סביר שאומרים לו מהותי הוא יודע שמדובר במשהו שהוא מהותי".

רו"ח זילברשטיין נשאל "אז אני כדירקטור אני מניח כשאתה כותב מהותי אני מניח שזה 10%, זאת המסקנה?"

ת. אני לא יודע.... אני חושב שהסטייה יכולה להיות מהותית, מהותית יכולה להיות מספר גבוה מאוד.

ש. כמה?

ת. לא יודע, כל מספר. (עמ' 107 לפרוטוקול).

רו"ח זילברשטיין המשיך והבהיר "אני לא מכיר מישהו שיכול לתת תחזית ויכול להבטיח בוודאות שהיא תתממש". (עמ' 107 לפרוטוקול).

עוד נחקר רו"ח זילברשטיין בעניין תשואת האג"ח.

השאלה היתה עד כמה משפיע או לא משפיע האופן בו מתומחרת אגרת החוב בבורסה על יכולת הפרעון של החברה.

התשובה היתה "זה משפיע כי אם התשואה היא מאוד מאוד גבוהה והחברה תידרש למחזר חובות יהיה לה מאוד קשה כי זה יהיה יקר" (עמ' 112 לפרוטוקול).

בהמשך נשאל רו"ח זילברשטיין האם יכול לקרות מצב בו תשואת אג"ח תהפוך לתשואה דו ספרתית. התשובה היתה כי הכל יכול לקרות "אני יכול לדבר על מה שקורה היום ומה שקרה בעבר.

ש. אתה לא יכול לדעת מה יקרה בעתיד?

ת. **התשואה של האג"ח מצביעה על הערכות של שוק ההון על מה שצפוי בחברה גם בהמשך ואין לי אינדיקציה יותר טובה מאשר השערות והרהורי לב.**

(עמ' 113 לפרוטוקול).

במסגרת חקירתו הופנה רו"ח זילברשטיין לאמור בחוות הדעת, כי גם בהנחת ביצוע הפחתת ההון ביכולת החברה להמשיך ולחלק את מלוא רווחיה השוטפים כדיבידנד. לשם כך תידרש החברה למחזר חלק ניכר מתשלומי הקרן ויכולתה של החברה לעשות כן, נגזרת מפרמטרים רבים. **"לכן, ככל שמצב השווקים בעתיד לא יהיה שונה מהותית מהיום, החברה אינה צפויה להיתקל בקושי מהותי למחזר את חובותיה באופן סדיר"**. (ההדגשות שלי – ד.ק.).

בעניין זה נשאל המומחה מהו שינוי מהותי בשווקים והאם ירידות של 20-30 אחוז מהוות שינוי מהותי. גם במקרה זה, לאחר מספר תשובות שלא ענו לשאלה, ענה כי **"אני חושב שצריך להיות משהו קיצוני מאוד... משהו הרבה יותר מהותי ממה שהיה ב-2008"**.

כלומר, גם לשאלת הבהרת שינוי מהותי בשווקים, לגביהם הבהיר המומחה כי מדובר בשוק ההון, שיהיה בו כדי להשפיע על יכולתה של החברה לגייס הון בעתיד - לו תזקק בהנחה כי תמשיך לחלק את הדיבידנד השוטף - לא היתה למומחה מעשה תשובה.

חוסר הבהירות באשר ליכולת התחזית לעתיד, בהקשר של בחינת יכולת הפרעון של החברה - קיבל ביטוי גם בחקירתו הנגדית של המומחה מטעם סגל. במסגרת חוות דעתו ניתנה למעשה תחזית לשנים 2012-2015. המומחה הבהיר כי אין הוא מתרשם מכך שחברה באה ואומרת שהיא יודעת מה תהיה ה- EBITDA לשנת 2012, **"אף אחד לא יודע מה תהיה ה- EBITDA של בזק לשנת 2012 וגם לא בזק וגם לא רואה החשבון שלה וגם לא מנהל הכספים שלה. הוא יכול לשער ואני יכול לשער השערה אחרת..."** (עמ' 38 לפרוטוקול). עוד נאמר על ידו **"כל ההנחות לגבי העתיד הן השערות"** (עמ' 39 לפרוטוקול).

בעניין ההשקעות שהשקיעה בזק בשנים האחרונות - נשאל ד"ר אמיר האם הוא יודע שההשקעות העיקריות של בזק כבר הסתיימו או שהן כבר על סף סיומן.

ד"ר אמיר הבהיר ונראה כי הדברים אכן סבירים והגיוניים "אני לא בטוח שזה גם נכון ואני לא בטוח שבזק יודעת מה היא תצטרך בעוד שנתיים וכמה היא תצטרך להשקיע בדור הרביעי של הסלולר?... אני כתבתי בחוות הדעת שלי שיש אי וודאות טכנולוגיות גדולה ולכן אי אפשר לדעת, בענף התקשורת אין דבר כזה שההשקעה הסתיימה זה לא כמו בניין שגמרתי את הבניין..." (עמ' 42 לפרוטוקול).

מבהיר ד"ר אמיר בעמ' 44 לפרוטוקול, כי הדוח שלו מסתכל על בזק לא לרביע הזה ולא לרביע אחר, אלא שהוא מסתכל 5-10 שנים קדימה.

לכן יהיה זה סביר להניח כי תמשכנה ההשקעות (עמ' 46 לפרוטוקול).

לאור זאת, לא נטרל המומחה את ההשקעות שכן לא חשב שנגמרה תקופה ונכון להיום יש רמה יותר נמוכה של השקעות.

אין למעשה תשובה ברורה לשאלה זו. לכן, בשני המקרים – הן על פי חוות הדעת של גיזה והן על פי חוות הדעת של ד"ר אמיר - מדובר בתחזית בלתי ברורה לעתיד.

דברים אלה מבהירים את הצורך לצמצם את מרווח הזמן לגביו חלה חוות הדעת התומכת בבקשת אישור חלוקה, על מנת לאפשר לבית המשפט להפעיל את שיקול דעתו כראוי, בהתאם להוראות הסעיף ולכוונת המחוקק.

הדרך המעשית לעמוד במטרה זו היא לקבוע כי על חברה המבקשת לאשר לה לבצע חלוקה שלא מקיימת את מבחן הרווח, להגיש בקשה נפרדת וחדשה בכל פעם שתבקש לעשות זאת. על חוות הדעת אשר תצורף לבקשה לעמוד בקריטריונים אשר נקבעו לעיל.

5. סיכום

ההתנגדויות לגופן באשר לחלוקת הדיבידנד בסך 0.5 מיליארד ₪ המיועדת להתבצע ביום 21.5.12 – נדחות.

עם זאת, יש לציין כי ההתנגדויות העלו לדיון סוגיות מהותיות ועקרוניות אשר הצריכו הכרעה.

לאור זאת, אינני מוצאת לנכון ליתן צו להוצאות.

ניתנה היום, כ"ב אייר תשע"ב, 14 מאי 2012, בהעדר הצדדים.

